



Universidad Nacional de Rosario

Facultad de Ciencias Económicas y Estadística

Maestría en Administración de Empresas

Mención en Dirección General

TESIS DE FINAL DE CARRERA

“Estudio comparativo de prácticas de gobierno corporativo en empresas del índice Merval25”

Maestrando: Marcelo Emmanuel Novelli (Contador Público - UNR)

Director de tesis: Alejandro Marchionna Faré (Ingeniero Industrial -UCA-, MBA -Universidad de Harvard-, Doctor en Dirección de Empresas -UCEMA-)

2016

*A María del Rosario de San Nicolás, por acompañarme en el camino,
A mi familia, por enseñarme todo,
A mi esposa Victoria, por aparecer, ser y estar,
A mi futuro hijo Constantino, por darle valor y sentido a todo lo anterior.*

Prefiero ser accionista de una buena empresa que propietario de una mala

Tristan Bernard, novelista y periodista francés

Resumen

Hace dos décadas, el término gobierno corporativo tenía significado solo para un pequeño grupo de estudiosos y accionistas. Actualmente representa una inquietud manifiesta entre las empresas, círculos académicos y políticos a nivel mundial.

Hoy contamos con cientos de documentos demasiado doctrinarios y apuntados al ámbito académico, pero sin ningún valor práctico para el gobierno de la empresa. Lo que el presente estudio pretende es rescatar parte de la sabiduría oculta en este tema examinando la información que las empresas publican acerca de los principios básicos de buen gobierno corporativo. De la misma manera se propone consultar a un importante número de especialistas locales e internacionales para indagar cuáles de estos principios resultan ser más relevantes y ponderar las respuestas en función de ello.

Este documento denominado Código de Gobierno Societario, de carácter público, obligatorio y de frecuencia anual, donde cada compañía expresa cuán cercana o alejada se ubica respecto de las prácticas de buen gobierno societario, constituye un gran paso en pos de la transparencia de la oferta pública. Se trata de una inédita exteriorización de cuestiones que habitualmente no aparecen dentro de los estados financieros tradicionales.

En base a lo novedoso y útil de este requerimiento, surge la posibilidad de efectuar un trabajo de investigación cuyo objetivo principal no será emitir un juicio sobre el gobierno corporativo de las empresas sino estudiar y analizar comparativamente los puntos principales sobre los que éstas sustentan su gobierno corporativo. Mediante el análisis de los informes presentados por las compañías y la opinión de los expertos valorando los principios del Código de Gobierno Societario, se indagará en patrones generales de comportamiento, se establecerán índices de cumplimiento en la materia y se determinarán relaciones que ilustren la manera en que las empresas manejan sus asuntos políticos.

Palabras clave: gobierno corporativo, directorio, índice de cumplimiento gobierno corporativo, administración.

Abstract

Two decades ago, the term corporate governance had meaning only for a small group of scholars and shareholders. Today is a concern expressed among business, academic and political circles worldwide.

Nowadays we have hundreds of documents too doctrinaire and pointed to academia, but with no practical value for the government enterprise. What this study aims is to rescue some of the wisdom hidden in this issue by examining the information that companies publish about the basic principles of good corporate governance. Similarly it intends to consult a large number of local and international experts to investigate which of these principles mean to be more relevant. In this document called Corporate Governance Code, public, mandatory and with annual frequency, each company expresses how close or far away lies against the practices of good corporate governance. This is a major step in transparency of the public offering, is an unprecedented externalization of issues that do not usually appear in traditional financial statements.

Based on the novel and useful of this requirement, the possibility of a research emerges whose aim will not be to pass judgement on the corporate governance of the companies but study and comparatively analyze the principal on which they base their corporate governance points. By analyzing the reports submitted by the companies and expert opinion evaluating the principles of the Code of Corporate Governance, will inquire into general patterns of behavior, compliance rates will be established in the field and identify relationships that illustrate how companies manage their political affairs.

Keywords: corporate governance, board of directors, compliance governance rate, management.

INDICE

Introducción y objetivos de la investigación

I.	Motivos que sustentan la elección del tema	I
II.	Encuadre del trabajo	I
III.	Breve descripción inicial	I
IV.	Descripción de la situación problemática.....	III
V.	Objetivos	IV
	<i>General</i>	IV
	<i>Específicos</i>	IV
VI.	Alcance.....	IV
VII.	Empresas componentes del índice	VII
VIII.	Delimitaciones y limitaciones	VII
IX.	Futuras líneas de investigación	IX
X.	Metodología de investigación.....	IX
XI.	Resultados esperados	XII
XII.	Estructura del trabajo de investigación	XIII

Capítulo I: Marco teórico. Relevancia actual del concepto de gobierno corporativo en Argentina y en el mundo.

1.	Marco teórico.....	1
	1.1 Orígenes del concepto	1
	1.2 Gobierno corporativo y valores organizacionales.....	3
	1.3. Tendencias regulatorias internacionales.....	5
	1.4 Antecedentes mundiales	7
	1.5. Antecedentes nacionales.....	8
	1.6 Teoría de Agencia	8
	1.7. Modelos de gobierno corporativo	10
	1.8 Temas centrales que abordan las prácticas de buen gobierno corporativo.....	12
	1.9 Beneficios de un buen gobierno corporativo	14
	1.10 El concepto de gobierno corporativo a futuro	15
	1.11 Glosario	16

Capítulo II: Estudio comparativo de empresas componentes del índice Merval25. Análisis general.

2.1.	Análisis General	19
2.1.1.	Principio I: Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	19
	2.1.1.1. <i>Aseguramiento de la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés</i>	19
2.1.2.	Principio II: Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	20
	2.1.2.1. <i>Supervisión de los planes de sucesión de los ejecutivos de primera línea</i>	20
	2.1.2.2. <i>Desarrollo de programas de capacitación continua para sus gerentes de primera línea</i>	22
	2.1.2.3. <i>Presencia femenina en los directorios de las compañías</i>	23
	2.1.2.4. <i>Tamaño medio de los directorios</i>	29

2.1.2.5 Número de directores independientes	30
2.1.2.6 Duración media de mandatos en el órgano directivo	35
2.1.2.7 Edad promedio de los miembros del directorio	36
2.1.2.8 Número de miembros extranjeros dentro del directorio	38
2.1.2.9 Número de reuniones anuales del órgano directivo	40
2.1.3. Principio III: Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial.....	41
2.1.3.1 Existencia de una función independiente dentro de la Gerencia General que implemente las políticas de gestión integral de riesgos	41
2.1.4. Principio IV: Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes.....	43
2.1.4.1. Existencia de políticas propias de rotación de auditores, tanto internos como externos	43
2.1.5. Principio V: Respetar los derechos de los accionistas	45
2.1.5.1. Reuniones periódicas con los inversores.....	45
2.1.5.2. Existencia de sitio web como canal de acceso a la información para accionistas y otros inversores	46
2.1.5.3. Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto	47
2.1.5.4. Política para aumentar dispersión accionaria	48
2.1.5.5. Existencia de una política de dividendos.....	50
2.1.5.6. Recomendación de que el presidente del directorio no sea a su vez el Gerente General de la emisora	51
2.1.6. Principio VI: Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	53
2.1.6.1. Emisión de un balance anual de responsabilidad social y ambiental	53
2.1.7. Principio VII: Remunerar de forma justa y responsable.....	55
2.1.7.1. Existencia de un Comité de Remuneraciones en el ámbito de cada compañía ...	55
2.1.8. Principio VIII: Fomentar la ética empresarial.....	58
2.1.8.1. Establecimiento de un código de conducta organizacional	58
2.1.8.2. Implementación de mecanismos para recibir denuncias de conductas ilícitas o contrarias a la ética organizacional.....	59
2.1.9. Principio IX: Profundizar el alcance del Código.....	61
2.1.9.1. Fomento del alcance del Código de Gobierno Societario.....	61

Capítulo III: Elaboración del Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC). Análisis particular y sectorial.

3.1. Elaboración del índice. Ponderación de principios.	63
3.1.1. Ejemplo de elaboración del Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC) por emisora.....	68
3.1.2. Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC)	70
3.2. Análisis particular y sectorial.....	71
3.2.1. Las entidades financieras, merced a regulaciones adicionales, suelen tener mejor cumplimiento de las prácticas de gobierno societario	71
3.2.2. La participación estatal y el buen gobierno corporativo	74
3.2.3. Origen del capital y gobierno corporativo	76
3.2.4. Nivel de cumplimiento por sectores de la economía.....	77
3.2.5. Política de distribución de dividendos por sector	78
3.2.6. Complejidad del negocio y tamaño de los directorios	79
3.2.7. Grado de diversidad en los directorios	80

Capítulo IV: Conclusiones finales.

4.1. Conclusiones generales	82
4.1.1. <i>Ninguna compañía se ubica por debajo del 50% de cumplimiento</i>	82
4.1.2. <i>Indice promedio de cumplimiento</i>	82
4.1.3. <i>El principio que los expertos valoran como más importante es también el de mejor cumplimiento</i>	82
4.1.4. <i>Los 5 puntos de mejor cumplimiento</i>	83
4.1.5. <i>Los 5 puntos de peor cumplimiento</i>	83
4.1.6. <i>Los incumplimientos y el rol de la CNV</i>	84
4.1.7. <i>Los cumplimientos y el rol de la CNV</i>	84
4.1.8. <i>El gobierno corporativo y el marco regulatorio general</i>	85
4.2. Anotaciones finales.....	86

Información adicional

ANEXO	87
<i>Grilla de cumplimiento general</i>	87
<i>Grilla de cumplimiento resumida y ponderada</i>	93
Bibliografía	94

Introducción y objetivos de investigación

I. Motivos que sustentan la elección del tema

A continuación, se mencionan sucesivos ítems que justifican la elección del tópico a desarrollar:

- El estudio de la manera en que las empresas toman sus decisiones de gobierno está directa e íntimamente ligado a la administración de empresas, rama sobre la que versa el posgrado que se cursó,
- La cuestión de gobierno corporativo se trata de una temática que aplica perfectamente a la orientación escogida en la maestría: “Dirección General”,
- La obligatoriedad para las empresas cotizantes de divulgar esta información, es una excelente oportunidad para conocer en forma pública su metodología de dirección,
- La temática abordada, variada y de profundo contenido, permite aplicar e integrar conceptos desarrollados en diversas materias de la carrera,
- El presente trabajo puede agregar valor a los inversores a la hora de tomar decisiones respecto de sus tenencias accionarias.

II. Encuadre del trabajo

El trabajo final revestirá la modalidad de tesis. Se tratará de una investigación con marco teórico que profundizará de una manera original e inédita una problemática concreta, estudiando casos múltiples para encontrar regularidades que permitan aumentar el conocimiento sobre la gestión de las organizaciones en lo atinente a gobierno corporativo.

III. Breve descripción inicial

Primeramente, cabe destacar que no se han hallado desarrollos académicos del tipo que aquí se presenta. El tema de gobierno societario sí se presenta como factor común en ciertos trabajos de tesis, pero en ningún caso con el enfoque, el alcance y el objetivo aquí presentado. Del mismo modo, estas colaboraciones que abordan la temática mencionada, en ningún caso refieren a la problemática en empresas privadas y a nivel nacional, sino que lo analizan desde otra perspectiva y otro contexto.

La necesidad de un buen gobierno societario adquirió relevancia a partir de los escándalos de Enron en el 2001, WorldCom en el 2002, Parmalat y Tyco en el 2003 y AIG en 2004. Las irregularidades relacionadas con el accionar de estas empresas pusieron al descubierto y en la vidriera empresarial mundial el tema de fraude corporativo. Una consecuencia directa de lo antedicho fue una mayor regulación, así como la adopción en forma voluntaria de códigos de gobierno societario. A posteriori, la crisis financiera del 2008 renovó la urgencia de profundizar la adopción de buenas prácticas de gobierno societario. Ambos episodios dejaron la enseñanza

de que el gobierno corporativo es siempre un trabajo en progresión, aún en economías con un marco de trabajo institucional bien desarrollado.

En este contexto, los códigos de buen gobierno surgen a partir del concepto de *corporate governance*, que tiene como objetivo fundamental mejorar el funcionamiento de las empresas interna y externamente, buscando eficiencia, transparencia y responsabilidad ante la sociedad y sus integrantes.

Más precisamente, la fijación y consiguiente exteriorización de las pautas de conductas integrantes del mencionado Código, resultan de extrema utilidad para esclarecer, en todo momento, las relaciones entre administradores y ejecutivos, por un lado, y accionistas y terceros, por el otro. De la misma manera, el Código es apreciado como elemento valioso en el ámbito de las sociedades autorizadas para ofertar públicamente las acciones representativas de su capital social, puesto que no solo resulta ser un atractivo para potenciales inversores sino que también reduce el costo de financiamiento de las sociedades.

Según expresa la Resolución General N°606/12 de la Comisión Nacional de Valores (CNV), el *código* consiste en un conjunto de principios, recomendaciones y guías generales de actuación en lo que a gobierno societario refiere. Por su parte, el *informe* sobre el código de gobierno societario alude al documento donde cada firma cotizante de acciones y/o valores negociables debe exponer si cumple totalmente los principios y recomendaciones anteriormente citados, y en caso de que así no lo fuere, explicar las razones por las cuales la emisora cumple parcialmente o directamente no cumple con tales preceptos. Este informe debe ser incluido en la memoria de los estados contables anuales por parte de cada emisora.

La técnica descrita es conocida como “cumple o explica” y es utilizada especialmente en diversos mercados de capitales europeos (España, Italia, Reino Unido, etc.). Según el mismo, las empresas cotizantes deberán cumplir estrictamente con cada uno de los artículos que en el código se incluyen o bien justificar las razones particulares que les impidan observarlos o hacerlo parcialmente. La esencia de esta metodología se constituye entonces en una obligación de revelación, que facilita y unifica el acceso a la información de los inversionistas sobre las cuestiones de gobierno corporativo. El sistema permite que el mercado “premie” a las empresas más transparentes y correctamente administradas, penalizando a aquellas que se aparten de las buenas prácticas y no expliquen porqué no lo hacen.

El Código se estructura en nueve principios de gobierno corporativo, cada uno de los cuales reviste una extensa lista de recomendaciones de setenta y siete ítems en total. A continuación se listan los nueve principios centrales que pauta CNV:

- Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas,
- Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora,
- Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial,
- Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes,
- Respetar los derechos de los accionistas,
- Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad,
- Remunerar de forma justa y responsable,
- Fomentar la ética empresarial,
- Profundizar el alcance del código.

Este documento donde cada compañía expresa la manera en que atiende sus cuestiones de gobierno societario, evidencia un gran paso en aras de la transparencia en los mercados y el acceso a la información en forma igualitaria. Se transforma así en instrumento de consulta permanente e inequívoca para inversores y demás *stakeholders*.

Los informes presentados por las empresas se convierten en la materia prima esencial de este estudio, que comparará políticas de gobierno societario a nivel internacional, nacional y sectorial.

IV. Descripción de la situación problemática

Como se mencionara anteriormente, las empresas con cotización pública de sus títulos valores se encuentran obligadas, por Resolución General N°606/12 de CNV, a presentar un informe de cumplimiento de código de gobierno societario. Este documento resulta muy rico para conocer la manera en que estas compañías resuelven sus cuestiones políticas.

En este marco, existe el problema de que el conocimiento que se tiene respecto del conjunto de las compañías que cotizan sus títulos valores en lo que refiere a la calidad de sus políticas de gobierno no es el deseado. Así las cosas, surge la oportunidad de llenar ese vacío de conocimiento, realizando un análisis de tipo horizontal y comparando la realidad de estas sociedades en forma global, obteniendo resultados generales para este grupo de compañías. Adicionalmente, se desarrolla la idea de ponderar las respuestas brindadas por cada empresa en función de un índice confeccionado a partir de la opinión de especialistas nacionales e internacionales en lo atinente a la importancia relativa de cada principio del Código de Gobierno Societario argentino. Esto deriva en la elaboración de un inédito ranking de cumplimiento en materia de gobernanza.

Retornando al tema de prácticas de buen gobierno, ésta ha sido una preocupación constante dentro del desarrollo de los distintos sectores de la economía. Específicamente, los requerimientos de hoy son más profundos, pues el público y el mercado al cual se dirigen las corporaciones son más complejos y competitivos debido a la globalización, a la innovación tecnológica y a los riesgos que la gestión empresarial implican.

Por lo anteriormente expuesto y dado que el tema del presente desarrollo no se encuentra abordado en Argentina con el enfoque que aquí se le pretende otorgar, es que merece la pena afrontar el desafío de aportar luz en esta situación problemática.

V. Objetivos

General

- Estudiar comparativamente las prácticas de gobierno societario de las empresas listadas en el índice bursátil Merval25, a través de la revisión del documento conocido como Informe de Código de Gobierno Societario y la realización de una encuesta al respecto.

Específicos

- Analizar los distintos Informes de Código de Gobierno Societario presentados por las empresas en cuestión, de manera de poder detectar similitudes y discrepancias,
- Indagar, a través de la realización de una encuesta, en la importancia relativa que tienen los principios del Código de Gobierno Societario argentino entre sí,
- Obtener índices generales de cumplimiento de mejores prácticas por sector.

VI. Alcance

El alcance del trabajo abarcará desde el diagnóstico del aspecto de *governance* en las empresas listadas en el índice Merval25 hasta la determinación de las empresas que tuvieran mejores prácticas de gobierno corporativo.

Los índices bursátiles son una medida estadística y reflejan el rendimiento del mercado a través del tiempo, en función de las variaciones de precio de la canasta de instrumentos que los conforman. Estos proveen de un punto de referencia a los inversores y usuarios que desean conocer la evolución de los mercados. En ese sentido, se decidió tomar como referencia el índice Merval25, compuesto por los veinticinco papeles de mayor participación bursátil, por considerarlo representativo del común de las sociedades argentinas que se encuentran bajo la regulación de la Comisión Nacional de Valores.

El índice en cuestión se compone de un número fijo de especies cuyas características, como se señalara anteriormente, buscan reflejar el comportamiento de las veinticinco acciones más representativas en términos de liquidez. La información respecto de la construcción del índice es de dominio público. La canasta de acciones que integran el índice cambia cada tres meses, cuando se procede a realizar el recálculo de la cartera teórica, sobre la base de la participación en el volumen negociado y en la cantidad de operaciones de los últimos seis meses.

Actualmente, las empresas que integran el índice Merval tradicional son solo quince, puesto que se han visto beneficiadas por el fuerte ingreso de dinero de inversores institucionales y fondos externos. Esto produjo una concentración violenta del volumen de operaciones donde solo unas pocas compañías se llevan la mayor parte del movimiento bursátil. Así las cosas, muchos sectores de la economía nacional no están representados en dicho indicador bursátil simplemente porque sectores como el bancario o el siderúrgico han copado la escena. A raíz de ello fue que surgió la idea de crear el índice Merval25, donde las veinticinco empresas de mayor participación diaria en el mercado puedan conformar un índice que sea representativo de la mayoría y que refleje en su conjunto el verdadero ritmo de la actividad económica y el sentir de los inversores.

La facturación anual de estas empresas, depurado el efecto de compañías integrantes del panel que pertenecen a un mismo grupo económico, representa alrededor del 5% del PBI argentino, lo cual da una pauta de lo significativo de las firmas analizadas en cuanto a su influencia en la economía nacional (Dusso y Dutto, 2012).

Es cierto que tomar este índice implica seleccionar a empresas del tipo grandes, por sobre las pequeñas y medianas. Pero también es cierto que respecto de estas empresas es sobre las que se debe ejercer el mayor control. Según un reciente estudio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), basado en el análisis de 427 casos de cohecho presentados por autoridades desde 1999, las compañías grandes y sus altos directivos son responsables de la vasta mayoría de los casos de sobornos en el mundo (Donnan, 2014).

El presente trabajo toma como base de su estudio las sociedades componentes del índice Merval25 al 31 de diciembre de 2014. A continuación, se exhibe el listado de empresas componentes del índice, ordenadas por porcentaje de participación dentro del mismo.

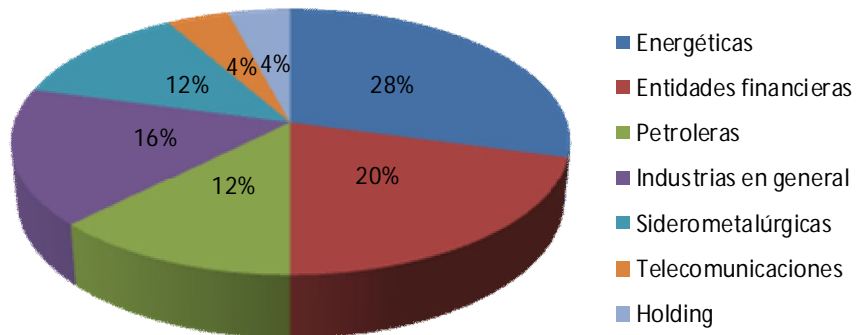
Empresa (Especie)	Participación
YPF (YPFD)	17,13%
Grupo Financiero Galicia (GGAL)	11,88%
Petroleo Brasileiro - Petrobras (APBR)	11,73%
Tenaris (TS)	10,18%
Siderar (ERAR)	6,89%
Pampa Energía (PAMP)	6,14%
EDENOR (EDN)	5,54%
Soc. Comercial del Plata (COME)	4,75%
Banco Macro (BMA)	3,86%
Aluar (ALUA)	3,73%
BBVA Banco Francés (FRAN)	2,89%
Transener (TRAN)	2,69%
Telecom Argentina (TECO2)	2,28%
Petrobras Argentina (PESA)	2,11%
Endesa Costanera (CECO2)	1,85%
Banco Hipotecario (BHIP)	1,24%
Petrolera Pampa S.A. (PETR)	0,77%
Mirgor (MIRG)	0,69%
Central Puerto (CEPU2)	0,68%
Molinos Río de la Plata (MOLI)	0,61%
Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)	0,58%
Solvay Indupa (INDU)	0,49%
Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)	0,48%
Banco Santander Río (BRIO)	0,41%
Celulosa (CELU)	0,41%

Fuente: www.bolsar.com

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, las empresas componentes de este índice son de lo más variadas. Esto permitirá realizar análisis con distintos niveles de profundidad:

- de empresas en particular,
- por tipos de actividad,
- por sectores económicos,
- generales (es decir, del conjunto),
- de tipo internacional.

Empresas del Merval25 por rubro



Fuente: elaboración propia en base a objeto societario de cada compañía.

VII. Empresas componentes del índice



VIII. Delimitaciones y limitaciones

Como se mencionara en el apartado anterior, el presente trabajo se realizará tomando los últimos informes de cumplimiento de Código de Gobierno Societario emitidos al 31 de diciembre de 2014.

En el análisis se dejará de lado a las empresas componentes del Panel General, tomando solo las sociedades integrantes del panel Merval²⁵, por considerarlas representativas del total de empresas cotizantes bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores.

Cada compañía elabora su Informe de Código de Gobierno Societario según su propio entendimiento y lectura de la realidad. No obstante, el contenido de cada informe se encuentra verificado por la Comisión Fiscalizadora y/o Consejo de Vigilancia de cada sociedad, siendo responsabilidad de éstos órganos societarios la evaluación de tales documentos en su informe de cierre de ejercicio anual, según menciona el artículo 89 del Capítulo XXXI del nuevo texto ordenado del año 2013 de la Comisión Nacional de Valores. Esta exigencia le da un viso de objetividad, prudencia y razonabilidad a un proceso que, inicialmente, podría prematuramente encuadrarse como más subjetivo.

La información obtenida del presente trabajo no será considerada información generalizable, pero puede ser utilizada como elemento inicial para que otro estudio desarrolle y profundice estas investigaciones.

En relación a la realización de la encuesta que indague en la importancia que reviste cada uno de los nueve principios del código de gobierno societario nacional, el tamaño de la muestra será de cuarenta expertos, procurando el armado de un grupo heterogéneo que favorezca la riqueza de las opiniones recolectadas. Para garantizar la pluralidad de voces habrá exponentes tanto nacionales como internacionales; del sector público y del ámbito privado; con experiencia en el mundo académico y con recorrido en la faceta empresarial; hombres y mujeres; argentinos, sudamericanos, centroamericanos y europeos. Lo que unirá a este grupo de profesionales, así como dará crédito a las visiones ofrecidas, será el profundo y probado conocimiento que todos los participantes ostentan respecto de la materia de estudio del presente trabajo: el gobierno corporativo. Solo a los fines de asegurar un mínimo de exponentes con mayor relacionamiento con la realidad y las características específicas de nuestra nación, es que quince de los cuarenta referentes encuestados serán argentinos.

No obstante el obstáculo del tamaño de la muestra, se considera que la validez de la información obtenida en función del panel de especialistas convocado, será suficiente para obtener una apreciación acabada que permita establecer una ponderación entre los principios que componen el código de gobierno corporativo nacional.

IX. Futuras líneas de investigación

En primer lugar, se identifican algunas líneas que nacen a partir de los resultados informados, y en segundo orden, aquellas que se originan como consecuencia de la identificación de las limitaciones del estudio.

En primera instancia, sería interesante ampliar el estudio a la influencia que tienen otras variables culturales de los directivos sobre el nivel de transparencia en gobierno corporativo. Si bien en el presente trabajo se muestran cifras comparativas relativas a todos estos aspectos (como ser la nacionalidad, edad o antigüedad como director), no es la intención del mismo relacionar y vincular estas variables puntuales con el cumplimiento a nivel de gobernanza. Asimismo, se podrían considerar otros factores institucionales formales como la compensación de los directores y su nivel de educación, tanto del Comité de Auditoría como del Directorio de las entidades.

Vislumbro que a partir del presente trabajo, también se abre la posibilidad de evaluar una hipotética correlación entre el índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) y la evolución en la cotización de las acciones del panel.

X. Metodología de investigación

El trabajo utilizará principalmente las metodologías de *revisión de documentación existente y encuesta*.

- *Revisión de documentación existente:* por Resolución General N° 606 del año 2012 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) cada sociedad debe confeccionar en forma anual el documento conocido como “Informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario”. Esta documentación, preparada por cada emisora y revisada por la Comisión Fiscalizadora de cada compañía, se encuentra disponible en forma pública en la página web de la CNV. Esta información será material esencial para el análisis.

Para cada una de las empresas listadas en el índice Merval25, se accedió a la página web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar) y se consultó, dentro de la sección Estados Contables, el último Informe Anual presentado, de manera de acceder a la Memoria en donde debería encontrarse el Informe sobre cumplimiento del Código de Gobierno Societario. En aquellos casos en que la Memoria no incluyera dicho Informe (o que no se presentara la Memoria junto con los Estados Contables) se ingresó, dentro de la Sección Actas y Nóminas, a la subsección correspondiente a Código de Gobierno Societario.

En este informe, las compañías exponen su grado de cumplimiento respecto de setenta y siete principios, es decir, cada empresa debe dar una respuesta respecto de cada una de estas setenta y siete afirmaciones. Luego, estos ítems se agrupan en nueve principios superiores.

El siguiente es el esquema del Código:

TEMAS	PRINCIPIOS BAJO ANALISIS	GRADO DE CUMPLIMIENTO		
		TOTAL	PARCIAL	INCUMPLIMIENTO
PRINCIPIO I: TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS	3			
PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA	35			
PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL	5			
PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES	4			
PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS	12			
PRINCIPIO VI. MANTENER UN VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD	2			
PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE	12			
PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL	3			
PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO	1			
	77			

Fuente: elaboración propia en base a anexo de la Resolución General N° 606 del año 2012 de CNV.

Considerando el importante grado de detalle que el Código aporta, surge la posibilidad de, tal como se menciona en los objetivos del trabajo: obtener índices generales de cumplimiento de mejores prácticas por sector. Para ello será necesario establecer:

* una ponderación de los nueve principios: ello se obtendrá de las encuestas a realizar,

* una calificación numérica para cada respuesta ante cada afirmación. La puntuación se realizará del siguiente modo: Cumplimiento Total: 2 puntos, Cumplimiento Parcial: 1 punto, Incumplimiento: 0 puntos.

- *Encuesta:* se contactó vía correo electrónico a referentes del gobierno corporativo, nacionales e internacionales, a los que se les solicitó que pudieran seleccionar los tres principios que a su criterio resultaren más importantes respecto de los nueve que componen el Código de Gobierno Societario nacional. La pregunta realizada, que fue del

tipo *cerrada* y no abierta, fue formulada de un modo claro y conciso, cuestión que se vio plasmada en la velocidad y la precisión de las respuestas recogidas.

La convocatoria fue altamente exitosa, obteniéndose la opinión de reconocidos especialistas en la materia y teniendo al menos un representante por cada país de Latinoamérica, sumado a una serie de exponentes europeos que enriquecieron de gran manera el análisis. Este sondeo permitió evaluar el peso de cada principio para luego lograr un índice ponderado de cumplimiento de las mejores prácticas por cada compañía y sector.

Al decir de Albano (1999) es claro que la encuesta es un medio que garantiza que todas las preguntas se plantearán de la misma manera y, a la vez sirve como formulario para recoger los datos a ser analizados. Estas características hicieron que la encuesta sea el medio elegido para poder estructurar uniformemente la consulta, estableciendo claramente las condiciones de la misma y facilitando el proceso de recolección de datos.

Retomando el tema tesis, cabe decir que la presente es de tipo *empírica y exploratoria*, dado que permitirá conocer mejor la situación problemática, definiendo sus variables y sus posibles relaciones. Se establecerán prioridades para que luego puedan desarrollarse investigaciones ulteriores. Adicionalmente, el proceso de investigación será *flexible y no estructurado*, mientras que el análisis de los datos será de tipo *cualitativo*.

El enfoque también será del tipo *cualitativo, descriptivo*.

En relación a la perspectiva temporal, se trata de un estudio de tipo *sincrónico*, puesto que refiere al análisis de una problemática a un momento dado, sin proyectar el mismo hacia el futuro ni retrotraerlo en el tiempo.

El *universo de estudio*, como se comentara anteriormente se concentrará en la realidad de las empresas componentes del índice bursátil conocido como Merval²⁵. Por su parte, la *unidad de análisis* será cada una de estas empresas.

En lo atinente a las técnicas de relevamiento o de recolección de datos, se utilizarán tanto fuentes primarias como secundarias.

En lo que respecta a las fuentes primarias, conforme lo comentado ut supra, éstas versarán principalmente en la realización de una encuesta a referentes del gobierno corporativo. La premisa será obtener la información necesaria para ponderar los principios del código de gobierno societario argentino y, a posteriori, elaborar un índice general de cumplimiento por empresa.

En lo que hace al uso de fuentes secundarias, el trabajo se concentrará básicamente en el análisis de los respectivos documentos reportados por cada una de estas empresas, conocidos como “Informe sobre cumplimiento del Código de Gobierno Societario” e incluidos como anexo específico en la Memoria componente de los Estados Financieros anuales de estas sociedades. Los mismos se encuentran disponibles y públicos en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores: www.cnv.gob.ar.

XI. Resultados esperados

El presente estudio está directa e íntimamente asociado a la administración de empresas, rama sobre la que versa específicamente el presente posgrado. De esta manera, el tema encuadra perfectamente en la orientación posterior seleccionada del posgrado: Dirección General. En consecuencia, la realización del presente trabajo permitirá integrar aprendizajes del proceso formativo e incrementar el conocimiento respecto de la manera en que las sociedades públicas (por cotizar sus títulos valores) toman sus decisiones de gobierno corporativo.

También se espera que el presente trabajo pueda agregar valor a los inversores a la hora de tomar decisiones respecto de sus tenencias accionarias. El inversor que conozca los resultados de esta tesis, podrá evaluar en términos relativos el perfil de gobernabilidad de cada compañía y orientar sus colocaciones hacia aquellas que se adapten mejor a sus principios respecto de política empresarial, y también a sus intereses económicos.

En este sentido, el estudio de un concepto tan amplio y moderno como el gobierno corporativo, nos puede llevar a la apresurada y errónea opinión de que resultaría irrelevante para un inversor conocer esta temática. En definitiva, en una visión pragmática, al inversor solo le deberían interesar las perspectivas de utilidades futuras, vale decir, qué flujos de fondos podría obtener de su inversión. Sin embargo, un breve análisis nos llevará a la conclusión de que un buen gobierno corporativo reúne muchas de las causas de las utilidades futuras. Si bien un buen gobierno corporativo no es condición suficiente para una inversión exitosa dado que la vida económica está sujeta siempre a riesgos imponderables, sí es posible afirmar que un buen gobierno corporativo es condición necesaria para el éxito de una empresa en el largo plazo.

El buen gobierno corporativo siempre será un medio para incentivar la inversión en las empresas, dado que mantener un adecuado diseño de la organización administrativa y directiva genera confianza en los inversionistas con respecto al resguardo de sus derechos, lo que permite ampliar y mejorar el acceso tanto a las fuentes de financiamiento como de inversión a largo plazo. Interesantes estudios revelan que un 80% de los inversionistas están dispuestos a pagar una prima por empresas con buen gobierno corporativo, entendiendo por ello una administración

sana y transparente, mayores niveles de eficiencia y ahorro, disminución en los niveles de riesgo operativo que inciden en errores y fraudes, conciliación de conflictos de intereses y protección de los inversores minoritarios.

Cabe citar en este punto el estudio analítico y empírico sobre el rol de la contabilidad como fuente de información en el mercado de valores brasileño. Estos estudios de Contrera, Mara y Mitiyo Yamamoto (2006), verificaron que el nivel de revelación de la información contable se encuentra relacionado con la volatilidad del precio de las correspondientes acciones en BOVESPA (Bolsa de Valores de San Pablo, BF and MBOVESPA desde la fusión en 2008 de dicha bolsa con la *Bolsa de Mercadorias e Futuros*). Se comprobó que aquellas compañías con más alto nivel de revelación de información contable presentaban una menor volatilización media del precio de sus acciones y, consecuentemente, las emisoras que revelaron menos información presentaron una media más alta de volatilización.

Un analista financiero que desee estudiar con seriedad las perspectivas de una empresa con vistas a invertir en ella, no podrá evadir esta temática, que en el presente trabajo se presenta de un modo dinámico y comparativo, modo de razonamiento similar al que el inversor utiliza a la hora de administrar sus tenencias.

Por último, la encuesta realizada, en razón de la cantidad y calidad de opiniones recolectadas respecto de cuáles son los principios más importantes dentro del Código de Gobierno Societario nacional, se espera que sea de utilidad para inversores y analistas financieros en relación a la consideración que éstos hagan de las diversas políticas aplicadas por las compañías. Repasando los conceptos donde se incluyen comparaciones internacionales, el inversor global podrá obtener valiosa información que lo interpelará respecto de colocar sus tenencias en papeles argentinos o de otros países.

XII. Estructura del trabajo de investigación

A fin de alcanzar los objetivos propuestos en el presente estudio, esta tesis de maestría ha quedado estructurada en un apartado inicial, cuatro capítulos y un anexo, los cuales se describen brevemente a continuación.

La primera parte de la tesis está dedicada a la introducción, el interés y la justificación de la investigación, los objetivos del estudio y la metodología de investigación adoptada.

El Capítulo I se aboca a enfatizar la relevancia actual del gobierno corporativo, introduciendo su concepto y comentando su evolución. Para entender mejor el concepto de gobierno corporativo se hace un racconto de las diversas teorías regulatorias internacionales y se explica el concepto de teoría de agencia. Se mencionan también las diferencias entre el sistema de gobierno corporativo

anglosajón y continental. Finalmente, nos adentramos en el estudio de la materia en Argentina y su estado actual.

En el Capítulo II comienza la parte práctica de este estudio. En función del Código de Gobierno Societario argentino aprobado por Comisión Nacional de Valores se escogen 77 principios y se evalúa cómo están las compañías del índice Merval25 en relación con el cumplimiento de esas recomendaciones. El análisis es detallado a nivel de cada punto y se incorporan comparaciones también a nivel internacional. Se trata de un análisis general toda vez que no se profundiza en la realidad de tal o cual compañía, sino que se analizan todas las componentes del índice como un bloque, como un conjunto único.

El Capítulo III es el que he dado en llamar el del análisis particular. Aquí se elabora el índice de cumplimiento en gobierno corporativo (ICGC) en función de las respuestas obtenidas del panel de especialistas pudiendo evaluar en este aspecto a todas las compañías componentes del índice Merval25. La profundidad de la observación llega al nivel de los sectores de la economía nacional y también de cada empresa del índice. Se trazan relaciones entre las calificaciones obtenidas por las compañías y se esbozan posibles causas de tales efectos.

Finalmente, en el Capítulo IV se enumeran las conclusiones del estudio, se describen falencias del sistema de reporte actual y también se plantean oportunidades de mejora al modelo de Código de Gobierno Societario que se aplica en Argentina.

Adicionalmente, también se incluye un anexo donde se expone el detalle de las respuestas brindadas por las compañías a cada punto del Código de Gobierno Societario y también una grilla de cumplimiento por sociedad presentada de manera resumida y ponderada.

Capítulo I: Marco teórico. Relevancia actual del concepto de gobierno corporativo en Argentina y en el mundo.

1. Marco teórico

1.1 Orígenes del concepto

Las empresas son sistemas sumamente complejos que se caracterizan por poseer una serie de interrelaciones entre sus diversos recursos, en especial en lo atinente a las personas. Los cambiantes escenarios del mundo globalizado están afectando la forma cómo se deben gestionar las organizaciones. De allí que haya surgido la necesidad de contar con sistemas de gobierno y de dirección altamente eficaces. En este sentido, el tema de gobierno corporativo ha revestido una inusitada relevancia en los últimos años, fundamentalmente en la necesidad de compartir el conocimiento y la experiencia acumulada. Pero este crecimiento del interés por el concepto de gobierno corporativo no debe considerarse simplemente como el tema de moda, sino como una solución a la crisis de confianza que se percibe alrededor de las empresas del sector público y privado a nivel global.

Intentando arribar a la génesis del gobierno corporativo, se puede decir que la separación entre los problemas de los propietarios de las empresas y los gerentes de las mismas, origina un conflicto de intereses entre ambas partes que puede hallarse en la base de recientes prácticas comerciales que han de afectar negativamente al valor de la empresa y, en consecuencia, han perjudicado a los intereses de los primeros. Desde dos siglos y medio atrás y sin utilizar el término de gobierno corporativo, Adam Smith en su obra maestra *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776) expresó su preocupación respecto del nivel y la calidad de la supervisión mostrada por la gerencia, la cual sería mucho menor a la mostrada por los accionistas de la empresa. Así surge la preocupación por articular procedimientos que garanticen los derechos de los accionistas, así como alienten un comportamiento responsable de los directivos (Iturriaga y Pereira do Carmo, 2006). Este fue el primer intento por asociar el gobierno corporativo con el hecho de delegar el poder sobre la toma de decisiones a administradores diferentes de los dueños de la empresa.

En otras palabras, el gobierno corporativo nace con el proceso de apertura de la información corporativa entre aquellos que ostentan el control (accionistas mayoritarios) y los que se encargan de dirigirla (gerentes), como respuesta a la necesidad que tenían los accionistas minoritarios de conocer cómo se encontraba su inversión y cuáles eran las expectativas futuras de la misma (Shleifer y Vishny, 1996).

En un sentido más abarcativo, podemos decir que el gobierno corporativo refiere a las herramientas por medio de las cuales los proveedores financieros de las empresas (podríamos

pensar en propietarios, accionistas o mismo entidades financieras) se aseguran de obtener el máximo rendimiento de sus inversiones. Es que, al decir de Olcese Santonja (2005), nadie más y mejor que los propios capitalistas para estar interesados en el buen funcionamiento de la economía de mercado. Pero para ello hay que legitimarlo cada día demostrando a la sociedad en su conjunto un compromiso real con el buen gobierno y la ética empresarial que ha de ponerse de manifiesto con mecanismos de autocontrol, mediante los cuales se pongan en evidencia las disfunciones y aspectos a mejorar en el gobierno empresarial, en la transparencia y en la igualdad de los accionistas, llamando la atención a aquellos que con su conducta atenten contra el modelo de autorregulación, de gestión y de buen gobierno empresarial.

En una visión casi jurídico-estatal del concepto se puede decir que el gobierno corporativo consiste en la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa, aplicando la teoría de los tres poderes del ámbito público al ámbito privado-empresarial.

Siguiendo a Cano Morales (2006), coincido en que las tendencias internacionales han venido poniendo foco en los códigos de buen gobierno, y consideran esta práctica como uno de los actos más importantes del modelo postcapitalista, debido a que por medio de éste se legitima el sistema económico, pues permite asegurar a la sociedad (representada en clientes y proveedores), el Estado y los accionistas, la confianza que tenemos en la dirección de nuestras empresas.

Es así que los códigos de buen gobierno societario surgen a partir del concepto del *Corporate Governance*, que tiene como objetivo fundamental mejorar el funcionamiento de las empresas interna y externamente, buscando eficiencia, transparencia y responsabilidad ante la sociedad y sus integrantes. Quizás se trate de una afirmación un tanto acotada, pero vale la pena citar a Paz-Ares (2004), cuando sostiene que es posible decir que el gobierno corporativo no tiene más objetivo que fortalecer la confianza, suministrando instrumentos de salvaguarda y supervisión aptos para alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo y el grupo de control) con los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios y proveedores de financiamiento externo). En esta misma línea y en un todo de acuerdo con la opinión de Casals (2006) por abarcativa que resulta la misma, sostengo que un código de mejores prácticas de gobierno se entiende como la manera en que son dirigidas las entidades, mejorando su funcionamiento interna y externamente, en la búsqueda de eficiencia, integridad y transparencia, para responder adecuadamente ante sus grupos de interés, asegurando un comportamiento ético organizacional integral. Así, básicamente, un código de buen gobierno societario es el conjunto de reglas y normas, soportado en los siguientes ejes centrales: autorregulación de la empresa, reconocimiento de sus derechos a los propietarios (enfaticando en la protección de los minoritarios) y manejo de las relaciones con

los *stakeholders*. Es que conforme anota Garde (2012), el sistema de gobierno corporativo se encuentra en el centro de las relaciones entre los diferentes *stakeholders*, dentro de la organización y fuera de ella.

Recientemente, la tecnología de información y el uso de Internet han sido incorporados en la gestión empresarial. En este sentido, Gandía y Pérez (2005) relacionan la revolución informática con el gobierno corporativo: “la integración de la tecnología, en especial el Internet, ha impactado en el proceso decisorio propio de los órganos de gobierno de la sociedad. Y todo ello con el fin de facilitar la aplicación de prácticas de buen gobierno que contribuyan a incrementar la transparencia informativa de la sociedad, generando valor añadido para la compañía y mejorando la comunicación con los terceros interesados.”

Finalmente, hago propia, por vigente y completa, la definición que aporta Ferro (2007) acerca del gobierno corporativo. Este autor señala que “el gobierno corporativo es un sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas que hacen oferta pública de su capital para el reparto de los beneficios entre todos los interesados y restringen la discreción sobre tal distribución, en un contexto de información asimétrica y de contratos incompletos”.

1.2 Gobierno corporativo y valores organizacionales

Citando a Aranda (2011), adhiero con su idea de relacionar el concepto con los valores organizacionales, señalando que al hablar de gobierno corporativo se hace referencia a una pauta cultural; a un planteo ético, que al menos tendrá que considerar una cultura con principios morales y buenas prácticas de negocios; información transparente y adecuadamente expuesta y procesos eficientes para administrar y controlar. Complemento la afirmación anterior, agregando que, en mi opinión, resulta imprescindible que exista una conducta ética en la organización con un compromiso firme de aplicar los principios de buen gobierno corporativo conjuntamente con un comportamiento socialmente responsable. Es evidente que la ética no se improvisa, sino que es una forma de vida que traduce en las virtudes de las personas. Sin duda, es el comportamiento ético en todos los niveles de una organización el que puede cambiar a las instituciones en todos sus aspectos.

En este sentido, es claro el vínculo que existe entre buen gobierno y el concepto de *responsabilidad social empresarial* (RSE), siendo el gobierno corporativo fundamental para lograr una gestión socialmente responsable en una organización. El gobierno corporativo socialmente responsable busca asociar la creación de valor económico con el compromiso social. En otros términos, a diferencia del concepto de gobierno corporativo tradicional, el RSE no se

restringe solamente a dos grupos de interés (accionistas y directivos), sino que considera el conjunto de relaciones entre los diversos grupos interesados e integrantes de la empresa, aplicando la visión holística de stakeholders y afectando fundamentalmente a la comunidad. De esta manera, la RSE representa una forma de entender la empresa desde unos valores y unos fines específicos que buscan generar valor para todas las partes interesadas en la marcha de aquella (Lizcano, 2006).

Diversos estudios se han realizado en los últimos años intentando demostrar una relación directa entre el agregado de valor y el buen gobierno.

- Newell y Wilson (2002) arriban a similares conclusiones al encontrar que empresas con pobre gobierno corporativo tienen más bajas valoraciones, medidas por la razón del valor de mercado versus valor en libros.
- Kappler y Love (2004), luego de analizar la relación entre un índice de gobierno corporativo para empresas con estadísticos de valoración e indicadores de calidad de gobierno societario institucional de varios países, vieron que existe una correlación positiva entre el nivel de buen gobierno societario contractual y la valoración de la empresa.
- Del mismo modo, Eisenhofer y Levin (2005), revelaron que no solo existe una relación positiva entre gobierno societario y desempeño de la firma, sino que la misma se afianza en el mediano y largo plazo.
- Coinciden con esta afirmación Foerster y Huen (2004) y Bauer y Guenster (2003), quienes arribaron a la conclusión de que firmas con mejor gobierno societario se benefician de retornos superiores a lo normal en el largo plazo.
- Gompers, Ishil y Metrick (2003) demostraron que las empresas con más fuertes derechos del accionista tienen mayor valor como empresas, mayores utilidades y mayor crecimiento de sus ventas.
- También me permito citar el estudio del profesor Claessens (2006), quien establece una relación entre el gobierno corporativo, el desarrollo económico y el bienestar. En el mismo, el autor demuestra que las mejoras de gobierno corporativo a nivel país e incluso a nivel empresa y sectores, afectan el crecimiento, el empleo y el bienestar general a través de un mayor acceso al financiamiento externo de parte de las empresas; menor costo de capital y mayor valor de las empresas; mejor desempeño, por la mejor asignación de los recursos; sumado a un posible efecto benéfico del gobierno corporativo en la reducción de las crisis financieras y, por último, una mejor relación entre los diferentes agentes con interés legítimo en las empresas, que podría redundar en mejoras

en las relaciones laborales, sociales y en aspectos tales como la protección del medio ambiente.

- Más recientemente, Álvarez-Miranda (2014) menciona que el gobierno corporativo juega un papel esencial en el proyecto de transformación de una empresa ya que es el motor del cambio en ese proceso. Señala que el alineamiento entre los diferentes grupos de interés en la compañía –sus accionistas, administradores y directores- solo es propiciado por el gobierno corporativo.

Con admirable lucidez, el profesor Etkin (2011) señala que la idea de gobernabilidad amplía el concepto o desempeño de los directivos, incorporando en la gestión la evaluación de los medios utilizados (los códigos y valores), el respeto por las pautas acordadas (la credibilidad), la evaluación de las relaciones internas (diferencias aceptadas) y el reconocimiento obtenido en el entorno social (legitimidad). Suscribo a lo antes citado, agregando que este último punto de legitimidad está íntimamente ligado con la divulgación pública de las políticas internas de la empresa que se instrumenta a través del código de gobierno societario.

Siguiendo el mismo hilo de pensamiento y haciendo propias las palabras del profesor Schvarstein (2007), es posible decir que la credibilidad de un sistema está vinculada a su gobernabilidad. Cuanto menos gobernabilidad, más riesgo de pérdida de credibilidad. De aquí se deduce un enunciado de carácter general, que las empresas deberían tener presente a la hora de elaborar su informe sobre el grado de cumplimiento en cuanto de cuestiones de gobierno societario: resulta más creíble aquel que explicita el contexto de sus objetivos y acciones, y su incidencia sobre ellos, que quien no lo hace.

Con todo, es claro que el gobierno de las organizaciones, utilizado en forma eficiente y como herramienta de gestión, se transforma en una alternativa ideal para generar valor para la compañía.

1.3. Tendencias regulatorias internacionales

Se comenzó a estudiar decididamente el tema del gobierno corporativo recién a partir de la crisis de 1929. Los ejecutivos habían abusado de su poder y no existían controles eficaces dada la gran dispersión de la propiedad. El poder que tenían los gerentes se basaba en el manejo de las votaciones en las asambleas, dado que las participaciones estaban muy dispersas.

Por otro lado, en Europa continental la dispersión accionaria no existía en las magnitudes de los Estados Unidos. Se prefería el financiamiento bancario, por medio de créditos, por lo que las bolsas europeas no estaban demasiado desarrolladas. A raíz de esta característica, no se regularon los mercados sino las sociedades por acciones. Existieron así dos grandes modelos

regulatorios, bien diferenciados: el de Estados Unidos donde se regularon los mercados, y el de Europa, donde se trató de regular la estructura societaria (Velasco San Pedro, 2005).

En Estados Unidos, con la Securities and Exchange Commission (SEC) regulando, igualmente continuaron produciéndose nuevos escándalos hasta comenzada la década del '80, como los bonos basura y las compras apalancadas de empresas. A eso se sumaron los escándalos corporativos a partir del año 2001 en Estados Unidos (casos Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Global Crossing), que han sido los motivadores para un cambio legislativo, como lo fue la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, y para un cambio regulatorio, incluyendo nuevas pautas de la New York Stock Exchange (NYSE) y de la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ). A partir de allí, en Argentina las reformas se centraron en el mercado de valores, imponiéndose en los marcos legales sólo lineamientos generales, dejando los detalles reglamentarios en manos del regulador (CNV).

El concepto del gobierno corporativo, retomando lo antedicho, está visiblemente dominado por las experiencias vividas en el contexto de Estados Unidos e Inglaterra, concentrándose de manera particular en las empresas que cotizan en la bolsa de valores.

A nivel doctrinario, se distingue entre países de tradición anglosajona, que siguen el derecho común, y los de tradición continental (derecho civil). Se sostiene que los primeros proveen de una protección mayor que los segundos, lo cual explicaría que se hubieran dictado más códigos de buen gobierno en los países de tradición codificadora, dado que necesitan recurrir a mecanismos que subsanen las deficiencias del sistema. El sistema anglosajón se caracteriza por tener un mejor manejo institucional, no codificación de las leyes, menores niveles de corrupción y parlamentos más eficientes. En cambio, en el sistema continental, donde está inserta la realidad argentina, la propiedad está concentrada en manos de familias o bancos, los mercados financieros están menos desarrollados y existe una baja protección del inversor, consecuencia de la subordinación de los intereses de los accionistas a los de los propios directivos (Briano Turrent, 2012). Pero asimismo, también es cierto que la concentración de la propiedad en manos de pocos accionistas asegura, al menos, un adecuado nivel de monitoreo de las decisiones de la administración mediante directores designados para tales efectos por ellos mismos (Della Picca, 2012).

En Latinoamérica, la Argentina, Brasil, Colombia y Perú han adoptado códigos de gobierno corporativo en los últimos años y, de acuerdo con una encuesta realizada en 2011 por J. P. Morgan's Depositary Receipts los estándares de gobernanza corporativa han aumentado favorablemente. Recientemente se integró la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCLA), la cual reúne a once institutos de gobierno corporativo nacionales con

la finalidad de promover y mejorar la implementación de buenas prácticas corporativas. La red está integrada por Argentina (IGEP), Brasil (ICBG), Colombia (Confecámaras), Costa Rica (IGC-CR), Chile (CGC&DM), Ecuador (BVQ), México (CEGC), Panamá (IGC-P), Perú (Procapitales) y representaciones de Bolivia y El Salvador.

En realidad, los sistemas continentales europeos y asiáticos están focalizados en dar un papel relevante a los proveedores, acreedores y autoridades impositivas. En Australia, Canadá, los Estados Unidos y el Reino Unido el énfasis está puesto en los derechos políticos y económicos de los accionistas o titulares del capital social y los derechos residuales de los accionistas en caso de liquidación de las compañías.

1.4 Antecedentes mundiales

Entre los principales estudios y normas de gobierno corporativo a nivel mundial se destacan los siguientes, citados por orden de aparición:

Teoría, Ley o Informe	Año	País	Eventos centrales
Informe Cadbury	1992	Inglaterra	Refuerza los valores éticos de confianza, integridad, franqueza en la información, responsabilidad, transparencia y claridad.
Informe Greenbury	1995	Inglaterra	Su tema principal es la compensación de administradores. Se propuso crear un Comité de Compensaciones integrado por administradores no trabajadores.
Código Olivencia	1998	España	Presenta un modelo ético con 23 recomendaciones concentradas en el Directorio.
Informe Hampel	1998	Inglaterra	Plantea renovados conceptos, para aumentar la reputación de las sociedades cotizantes y proteger a los inversionistas.
Supercode	1998	Inglaterra	Indica que las sociedades deben declarar si han adoptado las reglas del Buen Gobierno.
Principios de la OCDE	1999	Supra-nacional	Los principios son: a) protección de los derechos de los accionistas b) trato equitativo para con ellos c) grupos de interés d) comunicación y transparencia informativa y e) responsabilidad del Directorio
Ley Sarbanes-Oxley (SOX)	2002	Estados Unidos	Establece un control más integrado para restablecer la confianza en prácticas contables (con una junta de supervisión a las Juntas de Contabilidad Pública de las compañías), instituyendo un control más específico sobre CEO's y creando controles más eficientes. Para ello especifica: a) funcionamiento y composición b) parámetros para firmas de contabilidad c) prohibiciones para independencia del auditor d) estándares para Comités de Auditoría e) reglas para reportes financieros f) prohibiciones a administradores respecto de firmas de contaduría g) responsabilidad para abogados h) prohibición de préstamos a altos ejecutivos i) Código de Ética para altos funcionarios financieros j) aumenta regulación de security analysts k) sanciones penales y corporativas por fraude.
Informe Winter	2002	Supra-nacional	Recomendaciones como: revelación de documentos, coordinación de esfuerzos para mejorar el tema en Europa y análisis del marco regulatorio para su modernización.
Combined Code	2003	Inglaterra	Mejoramiento de desempeño de Directorios y recuperación de la confianza con adopción de estándares más exigentes en empresas emisoras
Informe Aldama	2003	España	Revisa el Código Olivencia. Se centra en responsabilidad, deberes y transparencia de la Administración.
OCDE. White Paper sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica	2004	Supra-nacional	A partir de las Mesas Redondas Regionales de Latinoamérica (Brasil 2000, Argentina 2001, México 2002 y Chile 2003) surge este documento, que aborda temas tratados por la OCDE desde una perspectiva regional: a) derechos de los accionistas b) tratamiento equitativo para accionistas c) rol de interesados en Gobierno Corporativo d) información y transparencia e) responsabilidades del Directorio f) mejora del cumplimiento y aplicación efectiva y g) cooperación regional.
OCDE. Revisión de los principios.	2004	Supra-nacional	Surgen de la revisión de los principios de 1999, dando como resultado los siguientes: a) garantizar la base de un marco eficaz b) derechos de accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad c) trato equitativo hacia accionistas d) papel de las partes interesadas e) revelación de datos y transparencia f) responsabilidades del Consejo.

Fuente: Serna Gómez, Suárez Ortiz, Restrepo Campiño (2007).

1.5. Antecedentes nacionales

El primer antecedente nacional formal, que demuestre preocupación de los organismos públicos por indagar en cuestiones de buen gobierno societario se remonta al Decreto delegado N° 677 del año 2001, el cual introdujo una cantidad importante de modificaciones a las leyes vigentes, criticado en su momento por haber trasplantado precipitadamente normas poco debatidas y maduras en la doctrina y la práctica empresaria nacional, urgido por un contexto económico que no admitía dilaciones en ciertos temas. Se señalaba que en la mayoría de los mercados emergentes ya se habían incorporado tendencias mundiales en cuanto a prácticas de gobierno corporativo y que la demora en la adopción de estos principios, pondría a nuestro país en una situación de desventaja comparativa en la competencia por atraer inversiones. Para la confección del documento, CNV había tomado en consideración los antecedentes argentinos y las normas de mayor relevancia que ofrece el derecho comparado, adoptando un sistema acorde con el régimen constitucional así como a las características, tradiciones e idiosincrasia del país.

A posteriori, surgió la Resolución General N° 516 del año 2007, la cual adjuntaba un anexo con el detalle de temas que se deberían considerar, en el caso de que la emisora optara por divulgar esta información.

Pero es recién mediante la Resolución General N° 606 del año 2012 que la CNV establece la obligatoriedad para las empresas bajo su órbita de regulación de presentar un informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario, entendiendo por estos últimos dos términos, a la forma en que una empresa es administrada y regulada. Con esta norma, se hace exigible la opinión expresa de la Comisión Fiscalizadora respecto del informe. Se dice que se reemplaza un enfoque de cumplimiento formal por uno de cumplimiento sustancial, dada la mayor profundidad de temas y la mayor evidencia respaldatoria de respuestas. Esta nueva normativa, vigente en la actualidad, abarca un amplio espectro de cuestiones tales como el rol y el funcionamiento del órgano de administración, la transparencia de los controles internos y externos de la empresa y la divulgación de la información.

1.6 Teoría de Agencia

Hace más de ochenta años, a través del estudio de Berle y Means (1932), el mundo empresarial comenzaba a avizorar el fenómeno que, varios años más tarde, desembocaría en la llamada *teoría de agencia*. Estos autores, utilizando una muestra de las doscientas empresas más grandes de Estados Unidos, observaron cómo los directivos disponían de poder y concluyeron que gozarían incluso de una mayor libertad de actuación cuanto más repartido o disperso se encontrara el capital, puesto que los pequeños accionistas no tendrían incentivos para ejercer un gran control sobre el trabajo del equipo directivo.

En este sentido, es especialmente relevante el teorema de Coase (1937) sobre los costos de transacción, estableciendo el origen del enfoque contractual. Se analizó el nacimiento de las organizaciones como medio para minimizar los costos de transacción, es decir, los costos de supervisar y garantizar el cumplimiento de los acuerdos. El autor argumentó que cuando es costoso verificar el cumplimiento de los acuerdos, debido a problemas de información o a la existencia de activos específicos, la organización empresarial es superior al mercado como fórmula de intercambio, porque reduce el oportunismo y aumenta la eficiencia.

Unas cuantas décadas más tarde, la dupla Fama – Jensen (2006), retoma el tema y señala que el buen gobierno corporativo tiene sus orígenes en la dualidad que existe entre la propiedad y el control. Desde antaño se plantearon dos funciones claramente delimitadas en el manejo empresarial: la propiedad y el control, que en las empresas pequeñas se confunde comúnmente y en las grandes tiene una separación casi tajante por la diversidad de frentes en los que hay que actuar (por ello en las últimas, dichas funciones son ejercidas por personas distintas, generando visiones diferentes de un mismo asunto). El comportamiento de agencia puede llevar a omitir información que podría mejorar la toma de decisiones. Manipula la cantidad y calidad de información para que sólo accedamos a una realidad parcial o artificial, de modo tal que no podamos controlar sus actividades ni detectar los errores que se cometen.

En este sentido, si el administrador (agente) no es dueño, las consecuencias de su gestión no tendrán repercusiones económicas directas en su propio patrimonio, sino en el de los propietarios de la compañía, siendo así factible que ponga poco empeño en la realización de su cometido.

Por otra parte, en la relación entre agente-administrador y principal-propietario se parte del supuesto de que es el último quien detenta la autoridad efectiva por tratarse del dueño. Sin embargo, esto no es completamente cierto, en la medida en que el propietario está transfiriendo la autoridad al gerente, quien posee un conocimiento que le permite llevar a cabo un buen manejo del negocio. Así, si el agente tiene la autoridad y el conocimiento, para el propietario es más complejo controvertir sus decisiones.

Con la teoría de la agencia se comienza a plantear una realización óptima de las tareas organizacionales y un mayor bienestar para los propietarios; en este marco el Gobierno Corporativo nace para solucionar (entre otros) los asuntos de falta de responsabilidad de los administradores, ausencia de transparencia, rendición y calidad de la información. Es decir, para evitar la excesiva discrecionalidad en la dirección es que se ha acudido al gobierno corporativo.

Como veíamos anteriormente, fue en la búsqueda de ganar confianza para las grandes corporaciones que cotizan en la bolsa, que se comenzaron a realizar una serie de estudios y se emitieron normas cuya búsqueda era que las empresas adoptaran regímenes que aseguraran su

transparencia y el aseguramiento de una adecuada administración y gestión. Podemos decir que uno de los objetivos buscados del sistema de gobierno corporativo fue justamente el de prever la mayor cantidad de circunstancias posibles establecidas en una relación contractual entre los diferentes *stakeholders*. Es así que son diversos los autores que sostienen que la transparencia corporativa protege al accionista minoritario, reduciendo la expropiación de éstos por parte de los accionistas controladores, lo que lleva a incrementar la confianza del inversor, disminuir el costo de capital y aumentar el valor de las acciones (Berglöf y Pajuste, 2005).

Así las cosas, las políticas de transparencia surgen de compromisos del mundo real antes que de meticulosos análisis de políticas públicas, y los incentivos resultantes son dinámicos, teniendo su raíz en el cambio económico y en los intereses políticos de los actores afectados.

1.7. Modelos de gobierno corporativo

Hay dos trabajos muy interesantes de Shleifer y Vishny (1996) y Nestor y Thompson (2001), donde se analizan los modelos divergentes de gobierno corporativo en el mundo y los caracterizan como “Modelo de Outsiders” o “Modelo de Insiders”.

El clásico modelo de *outsiders* con capital disperso (o atomizado) y control por el mercado, se encuentra en Estados Unidos y el Reino Unido. Sus características son: propiedad del capital dispersa en oferta pública, con grandes participaciones de inversores institucionales, primacía de los intereses de los accionistas en el estatuto de la compañía, énfasis en la protección de los inversores minoritarios y fuertes requerimientos de revelación pública de información.

El modelo de *insiders*, por su parte, se caracteriza por la concentración del capital y el control por relaciones, siendo predominante en la mayoría de los países de la OCDE (fuera de los Estados Unidos y el Reino Unido). La propiedad y el control están en manos de un grupo identificable y cohesivo, quienes tienen relaciones estables a largo plazo con la compañía. Suelen ser grupos chicos, que incluyen combinaciones de intereses familiares, industriales y financieros. En la página siguiente se expone un cuadro comparativo de ambos modelos:

	Modelo disperso (atomizado, outsiders o de mercado)	Modelo concentrado (insiders o de relaciones)
Nivel de concentración de propiedad	Relativamente bajo	Relativamente alto
Relación capital y votos	Correspondencia entre capital y derechos de votos	Por participaciones cruzadas, una minoría accionaria puede ostentar una mayoría de votos
Mercado de capitales	Líquido y profundo	Relativamente menos desarrollo
Ley de Mercado de Valores	Estricta	Relativamente menos estricta
Familia legal	Anglosajona	Continental
Protección del inversor	Relativamente importante	Relativamente menos importante
Objetivo de la firma	Crear valor para los accionistas	Interés propio de la firma
Actividad de los inversores institucionales	Relativamente de alta intensidad	Relativamente de baja intensidad
Problemas de agencia entre gerencia y accionistas	Presente	Infrecuente
Problema de propiedad (entre controlantes y minoritarios)	Infrecuente, por atomización de la sociedad	Presente

Fuente: Berndt (2000), citado en CEF (2005).

El modelo de *insiders* es el que mejor describe la realidad del gobierno corporativo actual en Argentina, con un mercado de capitales en estado aún prematuro de desarrollo, un marcado perfil de empresas familiares entre las acciones líderes y una alta concentración del capital. Como muestra de ello, se expone a continuación un detalle de las acciones con flotación libre (*free float*) por sociedad componente del índice Merval25, es decir, la porción del capital accionario que se somete a transacción irrestricta en el mercado bursátil por parte de cada compañía. Aquí se observa como en un mercado bursátil de escaso desarrollo como el argentino, también es pequeña la cantidad de acciones que cada compañía lanza a modo de oferta pública.

Porcentaje de capital accionario con libre cotización por sociedad:

Compañía	Free float
Pampa Energía	79%
Comercial del Plata	78%
Grupo Financiero Galicia	78%
Banco Macro	61%
Transportadora de gas del Sur	49%
Edenor	49%
Mirgor	48%
Transener	47%
Transportadora de gas del Norte	44%
Telecom	41%
Central Puerto	41%
Tenaris	40%
Siderar	39%
Petrolera Pampa	37%
Celulosa	34%
Petrobras Argentina	33%
Solvay Indupa	29%
Aluar	27%
Molinos Río de la Plata	25%
Endesa Costanera	24%
BBVA Banco Francés	24%
YPF	17%
Banco Hipotecario	8%
Banco Santander Río	1%
Promedio general	40%

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

No obstante lo observado respecto de una marcada tendencia nacional hacia el modelo de *insiders*, los requerimientos legales movilizados por un contexto mundial de mayores controles y una necesidad de mayor transparencia, están haciendo migrar lentamente este modelo hacia el de *outsiders*, al menos en lo que a protección de accionistas minoritarios y divulgación de información refiere.

1.8 Temas centrales que abordan las prácticas de buen gobierno corporativo

Conforme estándares internacionales emitidos en el nuevo acuerdo de Basilea II y el pronunciamiento de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), un código de buen gobierno corporativo debe contener procedimientos claros que comprometan a los integrantes de una organización, con respecto a:

- Estructura organizacional de la compañía: concentración de poder, líneas staff, comités de decisión y eficiencia en la comunicación intradepartamental,

- Políticas y división de funciones: políticas escritas en manuales de funciones, de procedimientos y códigos de conducta permiten determinar las responsabilidades, el camino a seguir ante conflictos de intereses, reglas de conducta de directores, administradores y principales ejecutivos.
- Directrices estratégicas: el gobierno de las sociedades debe comunicar la visión de la empresa, metas y estrategias éticas haciendo coincidir los valores corporativos con los valores de sus integrantes.
- Administración de riesgos: creación de un comité de análisis y gestión de riesgos, apoyado por un comité de auditoría, que permita medir el impacto de los riesgos operacionales y de mercado, así como determinar controles internos efectivos y puntuales que aseguren el cumplimiento del objeto social.
- Manejo de información y reportes: asegurar la calidad, confiabilidad, transparencia y oportunidad de la información financiera y no financiera.
- Infraestructura tecnológica: nuevas prácticas ajustadas a canales de información sistémicos y en tiempo real, apoyados por software para detección de fraudes.

En cuanto al concepto de directorio como organismo central encargado de llevar a cabo las prácticas de gobierno corporativo, me permito citar aquí a Marchionna Faré (2009), en su enumeración de las características que identifican a un buen directorio:

- Un grupo con perspectivas diferentes generadas por la diversidad de experiencias y formaciones,
- Individuos con la independencia necesaria para cuestionar a accionistas y gerentes,
- Sujetos con conciencia de su responsabilidad personal en el cumplimiento de su rol,
- Profesionales con conocimientos adecuados.

Al decir de Carrera (2013), nunca ha sido tan necesario el buen funcionamiento del directorio, dado que hoy se le pide, al igual que a las empresas, que asuma más responsabilidades, que haga más cosas y mejor hechas. Ahondando en la misión del directorio y su relación con los códigos de gobierno, Enrione (2007) menciona que un código de buen gobierno debiera poner foco en cuatro grandes categorías, mediante las cuales el directorio puede agregar valor a la empresa, a saber:

- Proteger elementos esenciales de la compañía, como son los principios, los valores, la imagen y la reputación,
- Elegir y delinear la estrategia de la sociedad,
- Arbitrar los intereses de los *stakeholders*,
- Elegir y dirigir al gerente general y a la alta gerencia.

1.9 Beneficios de un buen gobierno corporativo

Los miembros del directorio de las compañías suelen dedicar buena parte de su tiempo a la definición del negocio y la evaluación de la gestión de la compañía, dejando de lado la configuración institucional de la organización. Pero el futuro de la empresa no depende exclusivamente de la búsqueda de nuevos mercados y el lanzamiento de nuevos productos, sino que más bien se sustenta en el desarrollo de un sistema de gobernanza eficaz.

En este sentido, la implementación de un sólido sistema de gobierno corporativo no solo genera ventajas para la empresa en sí misma, sino que también irradia beneficios hacia sus accionistas y la comunidad toda. Vale la pena enumerar sucintamente los pros de un sistema de gobierno societario eficiente.

Beneficios para la empresa:

- Establecimiento de reglas claras de funcionamiento y responsabilidad,
- Estabilidad en el manejo directivo,
- Mejor valoración en el mercado,
- Prudente manejo administrativo,
- Reducción del riesgo en la información financiera y en la operación de las áreas claves de la compañía,
- Aseguramiento del cumplimiento de regulaciones y normas,
- Prevención de conflictos de intereses y de fraudes,
- Mayores facilidades para atraer financiamiento,
- Aumento de la confianza por parte de accionistas,
- Transparencia en el sistema de control interno,
- Mejor rendimiento operacional,
- Mejores relaciones con partes relacionadas,
- Mayor valor agregado para las compañías en función de contar con un planeamiento estratégico formal.

Beneficios para sus accionistas:

- Mayor y mejor información para sus decisiones de inversión,
- Reducción en el riesgo de su cartera accionaria,
- Mayores expectativas de rendimiento para sus inversiones,
- Respeto por las minorías accionarias.

Beneficios para la comunidad:

- Mejor reputación del país por contar con empresas que aplican buenas prácticas de gobierno,

- Promoción de la competitividad nacional e internacional,
- Mayor interés de inversores calificados,
- Incremento del flujo de capital,
- Aumento de tamaño, profundidad y liquidez de los mercados,
- Reducción del riesgo de crisis financieras, con sus consecuentes costos económicos y sociales.

Vale citar en este punto, los comentarios del Instituto de Gobernanza Empresarial y Pública de Argentina (IGEP), que al responder a la pregunta de para qué sirve la gobernanza, menciona que la profundización en el estudio de la temática sirve como un medio a través del cual es posible conseguir un orden en una relación en la cual el conflicto potencial amenaza las oportunidades de concretar beneficios mutuos entre la empresa y sus distintos *stakeholders*.

1.10 El concepto de gobierno corporativo a futuro

En la actualidad, existe gran consenso internacional en torno a la necesidad de adoptar principios de buen gobierno corporativo en el mundo. Los últimos años en Latinoamérica han sido de un gran crecimiento en cuanto a esta temática. En la mayoría de los países de la región se han creado organismos nacionales encargados de velar por el buen gobierno corporativo (ver punto 1.3. “Tendencias regulatorias internacionales”).

En cuanto al horizonte del tema y su desarrollo a futuro, es dable destacar la opinión de Casal al respecto, quien señala que para una economía emergente, cuya masa empresarial está representada por un alto porcentaje de pequeñas y medianas empresas (PyMEs), la aplicación de prácticas de gobierno corporativo resultarían convenientes no sólo para atraer eventualmente recursos de los inversionistas institucionales y profundizar los mercados financieros, sino que se convertirían en pilares claves para promover la competitividad, en la respuesta a políticas derivadas de los procesos de globalización, y en mecanismos para asegurar la protección a largo plazo de las sociedades cerradas, particularmente si ellas son de raíz familiar. Es decir que el gobierno corporativo no debería circunscribirse a la limitada población de emisores de títulos valores con la que se cuenta generalmente en el continente americano, resultando conveniente desarrollar, consensuar y difundir una metodología para implementar las prácticas de buen gobierno corporativo en las empresas PyMEs argentinas.

El concepto de gobierno corporativo plantea una discusión de principios muy profunda hacia el futuro. A lo largo de este trabajo se manifiesta que, desde una concepción amplia, el buen gobierno corporativo remite a principios éticos, pero es evidente que el establecimiento de la exigencia de darle publicidad al *governance* de cada compañía impone una nueva alternativa, la

de aplicar sencillamente una visión restrictiva de la cuestión apuntando solamente a la imagen o a la reputación de la empresa. Esto significa privilegiar el “fin” sobre los “medios” o la “fachada” por sobre el “contenido”, exhibiendo públicamente reportes acerca de los niveles de gobernabilidad que evidencien un accionar ético y eficiente por parte de la entidad, sin atender las cuestiones de fondo y desoyendo los problemas internos.

El interrogante queda planteado y cada empresa sabrá qué camino tomar.

1.11 Glosario

Esta sección tiene por objetivo definir ciertos términos y conceptos fundamentales para facilitar la comprensión del trabajo.

Accionista minoritario: inversor cuyos intereses en la compañía son demasiado pequeños como para permitirle tener una influencia directa en el directorio o en la administración de la sociedad. Es un accionista que está lejos de ejercer el control.

Buen gobierno corporativo: término que alude a eficacia, calidad y buena orientación en la gestión de las organizaciones, ya sean públicas o privadas.

Comisión Nacional de Valores: entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina cuyo objetivo principal es otorgar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación en los precios de los mismos, así como la protección de los inversores.

Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS): cartera compuesta por distintos tipos de activos financieros, entre los cuales se cuentan participaciones societarias (tenencias accionarias) en diversas entidades. Fue creado luego de la estatización de las Administradoras de Fondos y Jubilaciones y Pensiones (AFJP), cuyo acervo en materia de inversiones pasó a manos del Estado. El FGS representa al Estado en la mesa directiva de las compañías.

Free float o (*libre flotación*): refiere a la parte del capital social de una empresa que cotiza libremente en la bolsa de valores y se expresa como porcentaje del total de sus acciones que cotiza libremente en el mercado bursátil. Se lo calcula como el porcentaje del capital social que no está en poder del grupo controlante.

Gobernabilidad: siguiendo al profesor Schvarstein, es la relación entre las variables controlables y no controlables de un sistema o situación. Cuanto mayor sea el número de variables controlables en relación con las no controlables, más gobernables serán esa situación o sistema.

Gobierno corporativo (gobernanza, gobernancia): término traducido del inglés *governance*, que designa a la forma en que se administran y controlan las sociedades. A pesar de que a veces resulta todavía chocante para los hablantes del idioma español el uso del antiguo término

"gobernanza" para referirse a lo que en idioma inglés se denomina "governance", la Real Academia Española de la Lengua ha determinado recientemente que es ésta la mejor traducción de ese término. La Unión Europea ya utiliza oficialmente esta traducción (Foro Europeo sobre Gobernanza Empresarial, octubre de 2004). En el presente trabajo se utilizarán indistintamente las expresiones "gobierno corporativo", "gobierno societario" y "gobernanza".

Insider: término natural del idioma inglés que, en español y en términos empresariales, refiere a personas que tienen acceso a información privilegiada de la compañía. Puede tratarse de un director o de alguien que ejerce control sobre las operaciones diarias de la compañía.

Responsabilidad social empresarial: siguiendo a Bernardo Kliksberg, es una forma de gestión que se define por la relación ética de la empresa con los accionistas, y por el establecimiento de metas empresariales compatibles con el desarrollo sostenible de la sociedad; preservando recursos medioambientales y culturales para las generaciones futuras, respetando la diversidad y promoviendo la reducción de las desigualdades sociales.

Stakeholders: término proveniente del idioma inglés, utilizado por primera vez por R.E. Freeman en su obra "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*", para referirse a quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa. Su mejor traducción al castellano posiblemente sea *grupos de interés*. En el mismo se suele ubicar a los accionistas, los empleados, los clientes, los proveedores, los organismos de control, los sindicatos y la comunidad, entre otros.

Transacciones con partes relacionadas: refiere a una operación celebrada entre la compañía y uno o más de sus ejecutivos, miembros del directorio o accionistas importantes, con sus parientes cercanos o asociados, o con una entidad en la cual ellos tienen interés.

Capítulo II: Estudio comparativo de empresas componentes del índice Merval25. Análisis general.

Estudio comparativo

Del análisis de los datos relevados y de las encuestas realizadas, surge la posibilidad de hacer un estudio comparativo de las prácticas de gobierno societario.

A continuación, se desarrollarán los puntos que se consideró necesario destacar, relativo a similitudes y discrepancias halladas entre las empresas listadas en el índice Merval25 en lo referente a la materia en cuestión.

El apartado se estructurará siguiendo el esquema de los nueve principios que plantea el Código de Gobierno Societario planteado por CNV:

Cabe destacar que, en todo momento, se trabajó con las 25 empresas componentes del índice Merval25. Solo como aclaración, se menciona que en el caso de la sociedad Petróleo Brasileiro – Petrobrás (sigla APBR), no se la incluye en el análisis de ciertos puntos, por no haber hecho pública su información respecto del grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario, incurriendo en una evidente falta formal al respecto, aún no sancionada por CNV.

2.1. Análisis General

Este título refiere al estudio de las empresas nacionales componentes del índice Merval25 en su conjunto, esto es, como un todo, sin entrar en disquisiciones adicionales respecto del sector económico de origen o pertenencia.

La idea es analizar cómo reflejan estas empresas las prácticas de gobierno societario marcando una tendencia a nivel país y comparando cada principio con el estándar ideal a alcanzar. En ciertos casos, donde existieran desarrollos observacionales globales confiables, también se incluyen comparativas internacionales.

2.1.1. Principio I: Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas

“Solo hay dos palancas que mueven a los hombres: el miedo y el interés”, Napoléon Bonaparte.

2.1.1.1. Aseguramiento de la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés

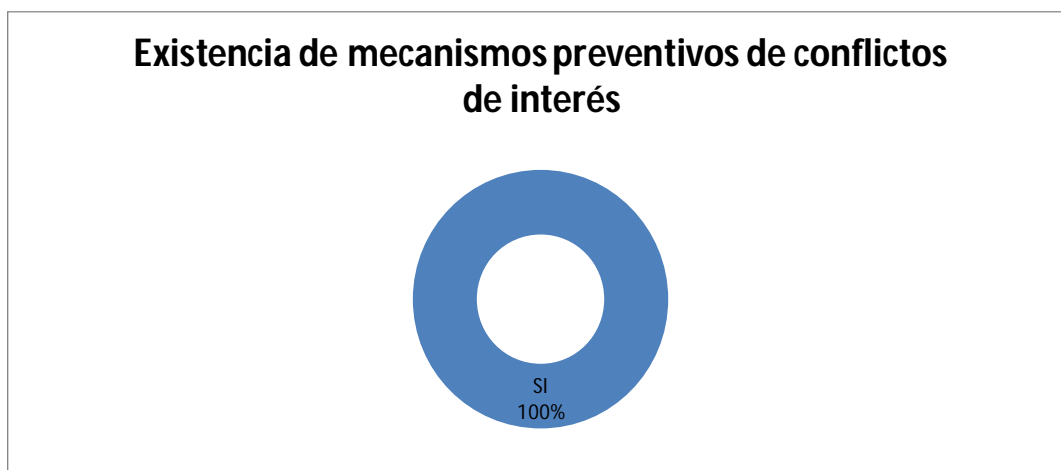
Siguiendo la definición de Argandoña (2004), un conflicto de interés, en sentido estricto, tiene lugar en cualquier situación en que una motivación interfiere o puede interferir con la capacidad de una persona, organización o institución para actuar de acuerdo con el interés de otra parte, siempre que aquella persona, organización o institución tenga una obligación (legal, convencional, fiduciaria o ética) de actuar de acuerdo con el interés de la otra parte.

Como ejemplos habituales de conflictos de intereses en una empresa, es posible mencionar los siguientes: decisiones de contratación de personal cuando el decisor es familiar del candidato a seleccionar, resoluciones de concesión de un contrato a una empresa propiedad de un pariente, o negocios comunes por fuera del ámbito laboral entre jefe y empleado cuando dentro de la compañía ambos luego deben cumplimentar el proceso de evaluador – evaluado, con impacto económico en forma de bono anual para el colaborador.

En este sentido, es dable destacar que el empresariado argentino, a lo largo del tiempo, ha tomado conciencia de la importancia de manejar adecuadamente las situaciones de conflictos de intereses y concuerda en un ciento por ciento con la recomendación que propone CNV. Esto significa que todas las compañías que forman parte del índice Merval25 cuentan con mecanismos para abordar este tipo de eventos.

De ninguna manera podemos pensar en que esta saludable postura de las empresas nacionales erradica completamente las posibilidades de que surjan relaciones indeseables en cuanto a corrupción y tráfico de influencias, pero sí queda de manifiesto el compromiso de las mismas por

detectar tempranamente este tipo de situaciones y darle un correcto tratamiento, de acuerdo a la normativa interna prevista por cada compañía.



Fuente: elaboración propia en base Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25.

2.1.2. Principio II: Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora

“Poca política y más administración”, Porfirio Díaz.

2.1.2.1. Supervisión de los planes de sucesión de los ejecutivos de primera línea

Para los autores antiguos de filosofía política la sucesión era la prueba definitiva para distinguir a los buenos políticos de los verdaderos estadistas. Extrapolando aquel principio a la realidad actual, planificar con éxito la sucesión en las instituciones constituye la prueba por excelencia del buen gobierno. Más aún, hoy en día la necesidad de revisar cuidadosamente la planificación sucesoria es mucho más importante que años atrás. Bajo la presión de inversores, entes reguladores, la prensa y demás *stakeholders* los directorios deben demostrar su habilidad y sapiencia para determinar una línea sucesoria en un mundo en permanente cambio.

En este punto nos referimos a planes de sucesión para ejecutivos de mayor jerarquía e integrantes del directorio, que no sean un mero protocolo de sustitución por causa de accidente o motivos extraordinarios.

Según el informe *Report on Board Effectiveness; Updating progress, promoting best practice*, publicado en diciembre de 2013 por la Association of British Insurers (AEB), organización británica que desde el año 2011 viene publicando estudios sobre la eficacia de los directorios, la existencia de planes de sucesión en las empresas es uno de los elementos más críticos para incrementar la eficacia de los directorios.

Es que el directorio es un organismo clave. Si bien una empresa puede tener uno o varios administradores, es el directorio el órgano de administración que mejor satisface los requerimientos de un buen gobierno societario, ya que permite la profesionalización de la administración societaria y la colegiación en la toma de decisiones (Streb, 2013).

En el pasado, los directorios abordaban el análisis de la sucesión de los ejecutivos de alto rango solo en función de la necesidad, es decir, solo cuando se enfrentaban repentina e imprevistamente con la vacante. Esto planteaba una clara desventaja, toda vez que la búsqueda del recurso adecuado comenzaba más tarde de lo recomendable, y la urgencia para cubrir la vacante le quitaba eficiencia al proceso decisorio destinado a encontrar el mejor remplazante.

La tendencia actual es anticiparse al cambio. Los planes de sucesión representan un punto clave a atender por las compañías, puesto que es uno de los elementos que más contribuye a impulsar la eficacia de los directorios y, por ende, a observar uno de los aspectos más críticos de la gestión de riesgos de la compañía.

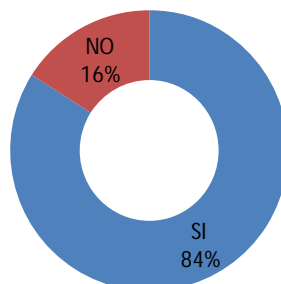
Según Larcker y Tayan (2011), 39% de las compañías no tienen en este momento un candidato calificado para remplazar a un presidente de empresa saliente. Más aún, estos autores sostienen que los directorios ocupan solo 2 horas al año discutiendo la sucesión de su presidente.

Todo esto constituye una grave problemática dado que, en palabras de Enrione (2014), el presidente del directorio es el principal responsable del sistema de gobierno corporativo de la empresa. Es el “jefe de gobierno”. Y añade que si el principal ejecutivo se define como el *CEO* (*Chief Executive Officer*), el presidente debería ser llamado *CGO* (*Chief Governance Officer*).

El proceso de planificación de la sucesión debería comenzar por el mismo directorio planteando los requerimientos, la experiencia y las calificaciones que deberían tener los nuevos directores, luego identificando potenciales candidatos y, por último, sondeando anticipadamente a los mismos de modo de hacerles conocer el interés del directorio en contar con sus servicios. Usualmente las empresas cuentan con la capacidad de testear discretamente el interés de los ejecutivos en asumir un nuevo rol, como se trata en este caso.

En los últimos años se ha ido avanzando en este aspecto y en Argentina el 84% de las compañías ha respondido afirmativamente al tópico en cuestión. El país en este ítem se acerca a los parámetros *world class* o de vanguardia a nivel global, considerando que los países con mejor cumplimiento en este apartado a nivel internacional, como Estados Unidos y Reino Unido, alcanzan porcentajes cercanos al 90%, según el Índice Spencer Stuart para 2014.

Supervisión de los planes de sucesión de ejecutivos de primera línea



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.2.2. Desarrollo de programas de capacitación continua para sus gerentes de primera línea

La gerencia es una actividad realizada por seres humanos y, como tal, influenciada por sus características personales, como elementos determinantes de lo que se ha dado en llamar el estilo gerencial.

Las organizaciones están inmersas actualmente en un proceso de grandes transformaciones originadas en diferentes partes del mundo, que ejercen un impacto directo sobre ellas. En este contexto, es indispensable que los mandos gerenciales sepan mejorar el desempeño de su sector, área u organización, para impulsar los cambios y responder a las presiones del medio. Resulta evidente que el gobierno de las empresas es una disciplina cada vez más compleja que exige una constante actualización y dedicación por parte de los miembros del directorio.

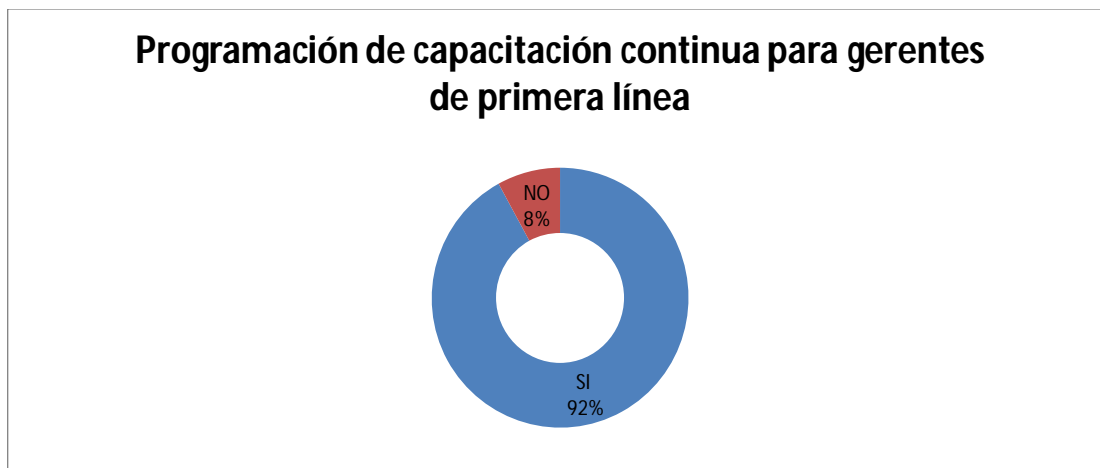
Desde hace años se viene denunciando la falta de formación de nuestros dirigentes en el área de política de empresa, así como la progresiva desaparición de esta disciplina en los contenidos formativos impartidos por las escuelas de negocios (Lucas, 2006).

En virtud de la posición clave que ocupa todo empresario o gerente en su organización, es necesario que desarrolle su capacidad de gestión de manera continua a fin de mejorar sus habilidades para tomar mejores decisiones, crear y liderar equipos de trabajo con orientación a resultados, influir en la motivación de sus colaboradores, favorecer la comunicación interpersonal, administrar los conflictos mediante la negociación y promover la búsqueda del beneficio mutuo.

A los fines de refrendar la importancia de esta recomendación y lo marginado que muchas veces el tema se encuentra respecto de la agenda central de las compañías, vale mencionar la situación que se presenta en las treinta y cinco empresas más importantes de España (componentes del índice IBEX-35) donde el 48% de los ejecutivos entrevistados señala como principal área de

mejora el hecho de que los directores (llamados consejeros de administración, en España) cuenten con mayor experiencia empresarial y mayor conocimiento respecto del negocio (Spencer Stuart, 2014).

En este punto, la CNV toma nota y valora favorablemente la existencia de un plan de capacitación para directores y gerentes. En el caso argentino bajo análisis, el resultado es favorable, existiendo solo dos compañías (Grupo Galicia y Mirgor) que no cumplen con esta recomendación.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.2.3. Presencia femenina en los directorios de las compañías

El impactante crecimiento de la participación del género femenino en el plano ejecutivo ha sido una de las principales evidencias que se ha revelado durante el siglo XXI. Pero a pesar de este gran avance que las mujeres han tenido en el mundo corporativo, su presencia en los órganos directivos sigue siendo baja.

En un principio se cree que la baja participación se debe a que los directorios tienden a estar compuestos por personas con larga experiencia en la operación de las empresas, y una exitosa carrera profesional, lo que limita a las mujeres ejecutivas en general, que a pesar de que existan mujeres calificadas para desempeñarse en cargos directivos, la falta de redes de contactos y de capacitación en la dirección de las compañías les dificulta el ingreso a los directorios.

Según Taracena (2004) existen varias teorías que explican el hecho de que las mujeres no accedan a altos puestos organizacionales, siendo la más aceptada, la teoría del “mandato cultural”, la cual establece que las mujeres deben dedicar su tiempo al cuidado de su familia. La autora manifiesta que esta teoría está sustentada por una cultura organizacional insensible a las necesidades profesionales y familiares de las mujeres, donde prevalecen los prejuicios acerca de su desempeño más que una evaluación real de lo que pueden hacer.

A mediados de la década del '80, un estudio de Morrison y otros (1987), acuñó el concepto de “techo de cristal” que hace alusión a las barreras invisibles que impiden a las mujeres con elevada calificación y capacidad personal y profesional acceder a niveles de responsabilidad más altos. Los factores que explican el techo de cristal se clasifican como internos y externos. En el primer caso, la variable principal es la cultura social, que determina relación asimétrica de poder entre hombres y mujeres en el establecimiento de los roles de género (Sarrió, 2004), lo que se encuentra asociado también a ciertos estereotipos que se plasman dentro de la organización, y que en ocasiones, resultan mucho mayores a las reales diferencias entre hombres y mujeres. Adicionalmente, existen otros condicionantes sociales y organizacionales como la segregación y discriminación laboral, algún tipo de acoso en el trabajo, las menores oportunidades de desarrollo dentro de las organizaciones, la ausencia de políticas laborales consolidadas que favorezcan la conciliación de la vida laboral y familiar y la dificultad para compartir las responsabilidades domésticas y de cuidado de los hijos. Por el lado de los factores internos se encuentra la identidad de género femenina, en donde no se cultivan por parte de la mujer actitudes asociadas a funciones de poder y autoridad. Otras variables como la baja auto-eficacia de las mujeres en algunas áreas tradicionalmente masculinas, debido entre otras razones a la menor formación en las mismas, pueden desembocar también en significativas barreras para acceder a cargos de alta responsabilidad (Agut y Martín, 2007).

Desde la perspectiva de las políticas empresariales, se piensa con frecuencia que dichas prácticas y las estructuras de promoción en las empresas están pensadas para destacar el periodo comprendido entre los 30 y los 40 años de edad, como uno de los más importantes para el desarrollo de una carrera. Sin embargo, estos años son precisamente los que exigen a la mujer una dedicación más intensiva al cuidado de los hijos, situación que conjuntamente pone en evidencia que no existe ningún control de las pérdidas ocurridas cuando la mujer trabaja fuera de casa en esta etapa. En el mismo sentido, las mujeres que no tienen responsabilidades familiares son vistas como madres potenciales y, por tanto, se invierte menos en su formación y oportunidades que contribuirían a que ellas progresen en sus carreras y, por ende, reduce sus posibilidades de ascender a los puestos más altos. También se señala que aún cuando las mujeres pueden estar mejor educadas y calificadas que los hombres en un mismo trabajo, en ocasiones deben trabajar y rendir más que ellos para poder progresar dentro de una empresa debido a factores culturales.

Por otro lado, el estereotipo social que acompaña a las personas que ejercen puestos de responsabilidad, comúnmente vinculados a la existencia de largos horarios de trabajo, viajes y traslados, muchas veces no compatibiliza con los roles que debe enfrentar la mujer en otros

contextos de su vida, resultando que son ellas mismas las que no están dispuestas a realizar este *trade-off* o intercambio de prioridades (Agut y Martin, 2007). En efecto, se constata que el deseo de conciliar el trabajo con otros ámbitos de la vida es un anhelo más propio de la mujer que del hombre. El problema surge aquí cuando esta situación es asumida y generalizada ex ante y se la utiliza como fundamento para limitar que la mujer se involucre en áreas estratégicas o conozca toda la gama de actividades de la empresa, factores cruciales para ascender a los puestos de alta dirección. Estudios sobre percepciones de la mujer consideran que el predominio de los valores masculinos en la cultura corporativa es el principal obstáculo para que ellas logren desarrollarse en las organizaciones, el cual es significativamente mayor que el asociado a sus responsabilidades familiares.

Por el contrario, la actitud de “menor ambición”, propia de algunas mujeres, alimenta un círculo de profecía autocumplida, en donde la mujer no se siente apta para desempeñar ciertas funciones, poniendo menos empeño para este fin y, por consiguiente, tampoco son convocadas para ello.

McKinsey (2007) por su parte demuestra el vínculo existente entre la presencia de mujeres en los equipos de dirección de las compañías y el comportamiento financiero de las mismas a través de nueve dimensiones de comportamiento organizacional: liderazgo del equipo, dirección, medio ambiente de trabajo y valores, responsabilidad, coordinación y control, capacidades, motivación, innovación y orientación externa.

Michel Ferrary (2009) buscó testear estos resultados en el contexto de la crisis económica mundial que tuvo lugar en 2008. Para ello tomó los balances de las cuarenta y cuatro mayores empresas francesas, observó el porcentaje de mujeres entre sus asalariados y entre sus cuadros directivos, para después correlacionar ambos índices con su comportamiento en la bolsa. El resultado era que a mayor tasa de feminización, en particular en sus equipos directivos, mayor su resistencia a las turbulencias económicas.

Un artículo publicado durante el primer trimestre de 2013 por la empresa consultora Ernst&Young (EY) del área de Estudios Globales; “BoardMatters Quarterly” (Ernst&Young, 2013), habla sobre una manera efectiva de formar un directorio. En él, se explicita que la diversidad promueve la creatividad, discusiones y puntos de vistas más enriquecedores, lo que lleva a una mejor toma de decisiones, por la amplitud de visiones y perspectivas. En el artículo mencionado se analiza que la diversidad buscada por los directorios correctamente formados, incluye a la diversidad de género, lo cual genera múltiples beneficios para la compañía. Es por eso que incluye al género femenino en la necesidad de diversidad cultural. No obstante, se evidencia que sólo el 20% de los 500 directorios encuestados en el estudio realizado por EY,

están constituidos por mujeres, y que a medida que el directorio esté compuesto por más mujeres, el desempeño de las compañías superará a las que no tienen presencia femenina.

Es claro que las mujeres agregan puntos de vista, experiencias y estilos de trabajo distintos con respecto a sus homólogos masculinos. También son numerosos los estudios que sugieren que la diversidad de género está asociada a una mayor calidad de las deliberaciones del órgano directivo y a una comunicación más efectiva (Hillman, Shropshire y Cannella, 2007), lo cual facilita una mayor fluidez en la información a los inversionistas.

De acuerdo con la *Association of British Insurers*, una de las pocas organizaciones especializadas en evaluar periódicamente el funcionamiento de los consejos de administración en Europa (el equivalente a los directorios en Argentina), la diversidad es uno de los elementos que más contribuye a mejorar la eficacia de los consejos. (Association of British Insurers, 2011).

Visto esta cantidad de estudios favorables a la participación de mujeres en los directorios de la compañía, se comparta o no esta conclusión, no puede dejar de reconocerse que la falta de mujeres en el órgano directivo de las compañías está desperdiciando una importante cantidad de recursos y talentos.

Como se verá luego, la poca participación del género femenino en los directorios es una problemática a nivel global, y la Argentina no es la excepción. Al analizar la carrera corporativa de la mujer, la cuestión se debería abordar poniendo énfasis en la necesidad de flexibilizar la vida laboral con la personal y en la falta de preparación académica posterior a la carrera de grado.

Es interesante entonces mencionar la legislación de países como Noruega o España con su novedosa Ley de Igualdad, que han sancionado normas donde se garantiza un nivel mínimo de representación femenina en los directorios de las compañías. Resulta paradigmático fundamentalmente el caso del país nórdico, donde en el año 2004 entró en vigor una ley de cuotas, esto es, una norma que paulatinamente fue imponiendo a las compañías una ampliación en la representación femenina en su directorio. Hoy, unos 10 años después de la implementación de la ley, la voz de las mujeres en los directorios ascendió al 42%. Las claves del éxito se centraron en un régimen de sanciones para las compañías ante la no implementación de las medidas, la elaboración de bases de datos con perfiles de mujeres candidatas a ocupar sillas directivas y el lanzamiento de programas de formación para futuras directoras.

En suma, se puede decir que Europa pasó de la autorregulación a leyes concretas en la materia. En 2012 se propuso una normativa en dicho mercado con el objetivo de alcanzar al año 2020 una participación del 40% de las mujeres en los puestos no ejecutivos de las sociedades cotizadas en bolsa. En 2013 el Parlamento Europeo aprobó esta ley, que ya muestra resultados concretos.

Para el caso argentino, la presencia femenina en los directorios de las compañías integrantes del índice Merval25 puede visualizarse en la siguiente tabla.

Sociedad	Total Directores	Mujeres	Proporción
Solvay Indupa	7	2	29%
Mirgor	5	1	20%
Telecom	11	2	18%
Banco Hipotecario	13	2	15%
Endesa Costanera	8	1	13%
Grupo Financiero Galicia	9	1	11%
Petrobras Argentina	9	1	11%
Petrolera Pampa	9	1	11%
Transportadora de Gas del Sur	9	1	11%
Transener	9	1	11%
Pampa Energía	10	1	10%
Banco Macro	10	1	10%
Transportadora de Gas del Norte	14	1	7%
YPF	18	1	6%
Petroleo Brasileiro	9	0	0%
Aluar	11	0	0%
Banco Santander Río	11	0	0%
BBVA Banco Francés	6	0	0%
Celulosa	7	0	0%
Central Puerto	8	0	0%
Comercial del Plata	5	0	0%
Edenor	12	0	0%
Molinos Río de la Plata	6	0	0%
Siderar	11	0	0%
Tenaris	10	0	0%
General	237	17	7%

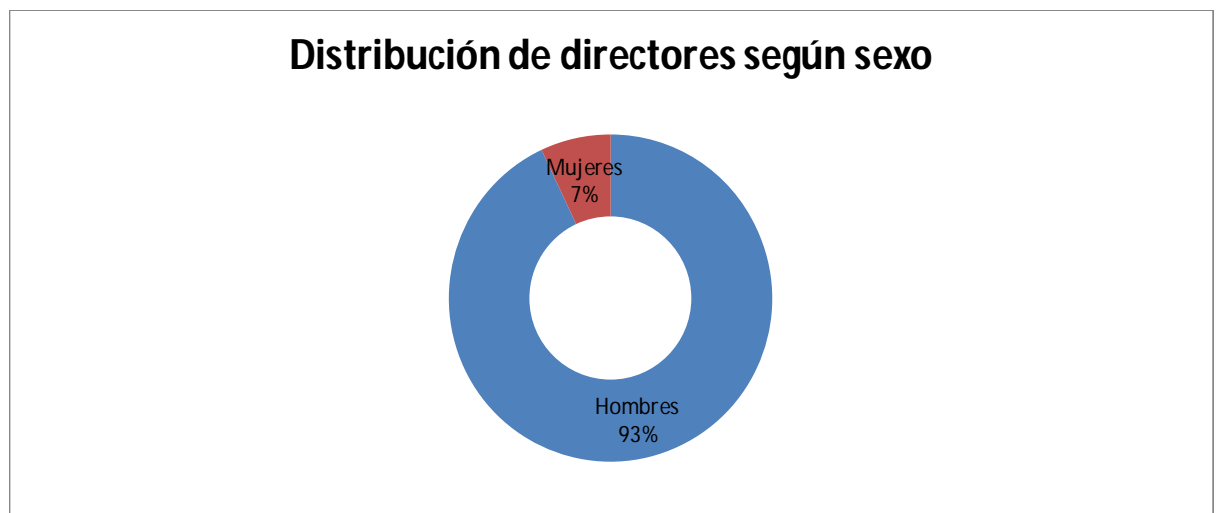
Fuente: elaboración propia en base a información publicada por las compañías en www.cnv.gob.ar.

El porcentaje de presencia femenina en los directorios de las compañías componentes del índice Merval25 es del 7%. Más aún, solo el 56% de las compañías cuenta con al menos una mujer en su directorio. Y de este grupo donde podría decirse que se contempla la diversidad de género, casi el 80% tiene tan solo una única voz femenina en ese organismo. A nivel total solo tres compañías tienen más de una mujer en su directorio, mientras que a nivel proporcional Solvay Indupa es la empresa que mejor cumplimenta esta recomendación con un 29% de representación femenina.

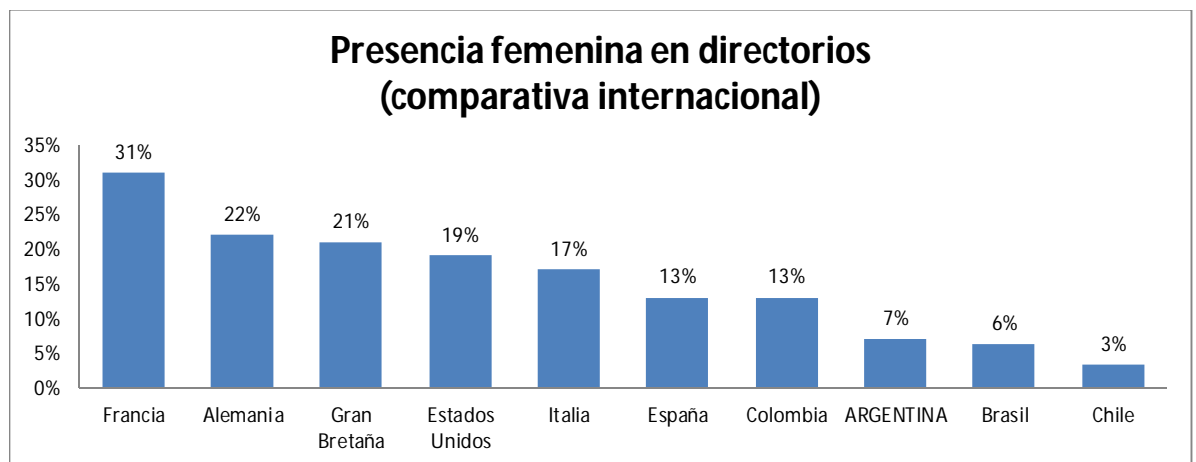
Dentro de la escasa presencia femenina en los directorios domésticos, un dato a señalar es que en la mitad de los casos (8 representaciones sobre 17 totales) se trata de directoras nombradas por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino (FGS) en representación del gobierno nacional. Esto significa que no revisten la calidad de directores

genuinos en el sentido de haber sido designados o aceptados por el accionista controlante, sino que han sido propuestos sin más por el FGS, en razón de su participación en el paquete accionario de estas compañías.

Si bien la presencia de las mujeres en los directorios ha venido creciendo lentamente en los últimos años, los valores de la Argentina distan mucho de acercarse a las referencias de élite mundial y solo se ubican en torno a la media regional. Por ejemplo, sin considerar el destacado registro de Noruega, tenemos que en Francia el porcentaje de mujeres sobre el total de directivos alcanza el 31%, en Alemania el 22%, en Gran Bretaña el 21% y en Colombia (líder a nivel sudamericano) el 13%.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25, publicaciones de Revista Apertura e Informe Spencer Stuart 2014.

2.1.2.4. Tamaño medio de los directorios

Por un lado, un mayor tamaño del órgano directivo y, por consiguiente, un mayor número de directores puede incrementar el nivel de opiniones y argumentos críticos hacia la actuación directiva y, como consecuencia, enriquecer el debate y agregar valor para la compañía. Tal parecer es sostenido por Greenspan (2007), cuando afirma que el equilibrio adecuado del control efectivo en el gobierno de las empresas nunca se alcanzará plenamente sin polémica. En una misma línea de pensamiento, Hermlin y Weisbach (2003) defienden que el consejo debe presentar gran diversidad de opiniones para cumplir cabalmente sus objetivos.

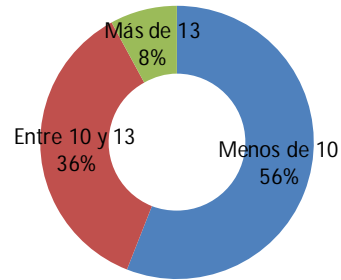
En sentido inverso, el tamaño excesivo también puede reducir la efectividad del organismo al ralentizar el proceso de toma de decisiones por la existencia de problemas de coordinación e información. De la misma manera, podría proliferar la pasividad de sus miembros y favorecer la gestación de subgrupos, perjudicando la cohesión y la formación de un criterio unitario. La evidencia empírica a este respecto, aunque no abundante, tiende a enfatizar el efecto negativo sobre la gestión empresarial asociado a directorios de un elevado tamaño (Yermack, 1996).

Como se puede apreciar, este es un criterio de análisis, donde no hay una recomendación clara por parte de CNV ni tampoco la doctrina se ha expedido uniformemente al respecto. Más aún, la legislación societaria siempre se ha mostrado respetuosa con la libertad de una sociedad a la hora de determinar el número de integrantes de su órgano directivo. Lo único claro es que el objetivo fundamental es que el directorio funcione de manera eficaz, lo que puede traducirse en tamaños muy diversos.

En el país los directorios de las empresas componentes del índice Merval25 cuentan en promedio con 9 miembros. A modo de referencia y en una misma tónica, la mediana y la moda correspondientes a este ítem también ascienden a 9.

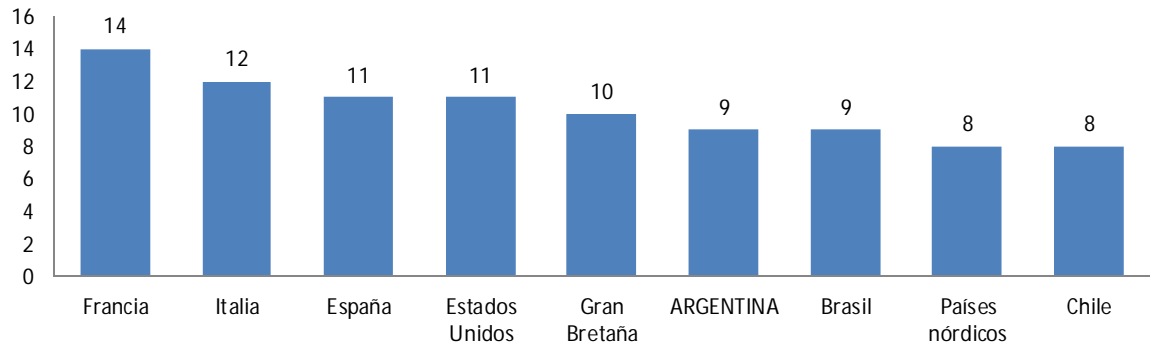
La cifra promedio de miembros compara con la de países nórdicos donde el órgano suele funcionar con un menor número de integrantes, pero también contra países como Francia y Alemania, donde un consejo directivo estándar consta de 14 miembros. Se puede decir que el valor que ostenta el país en este aspecto es razonable y se ubica en torno de la media a nivel internacional.

Tamaño medio de directorios nacionales (cantidad de directores)



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

Tamaño medio de los directorios (comparativa internacional)



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25 e Informe Spencer Stuart.

2.1.2.5 Número de directores independientes

En los últimos años se ha enfatizado la importancia de la presencia de directores independientes. En esta línea de pensamiento, Hillman y Dalziel (2003) recomiendan que un directorio presente un equilibrio adecuado entre miembros independientes y no independientes para proporcionar capacidades de supervisión y recursos estratégicos a la compañía. Otros autores, como Cavanna (2013), afirman que la figura de los directores independientes resulta indispensable para equilibrar los diferentes intereses presentes en las empresas y mejorar la toma de decisiones que puedan ser más conflictivas.

Así surge la pregunta lógica de qué condiciones debe reunir un director para ser considerado independiente. La respuesta, expresada por la negativa, surge de la normativa legal, del artículo 11 de la Sección III del Capítulo III del Título II del texto ordenado año 2013 de las normas de funcionamiento de la CNV. El mismo expresa que “*se entenderá que un miembro del órgano de*

administración de las emisoras no reúne la condición de independiente, cuando se den una o más de las siguientes circunstancias a su respecto:

- a) Sea también miembro del órgano de administración o dependiente de los accionistas que son titulares de “participaciones significativas” en la emisora, o de otras sociedades en las que estos accionistas cuentan en forma directa o indirecta con “participaciones significativas” o en la que estos accionistas cuenten con influencia significativa.*
- b) Esté vinculado a la emisora por una relación de dependencia, o si estuvo vinculado a ella por una relación de dependencia durante los últimos TRES (3) años.*
- c) Tenga relaciones profesionales o pertenezca a una sociedad o asociación profesional que mantenga relaciones profesionales con, o perciba remuneraciones u honorarios (distintos de los correspondientes a las funciones que cumple en el órgano de administración) de la emisora o los accionistas de esta que tengan en ella en forma directa o indirecta “participaciones significativas” o influencia significativa o con sociedades en las que estos también tengan en forma directa o indirecta “participaciones significativas” o cuenten con influencia significativa.*
- d) En forma directa o indirecta, sea titular de una “participación significativa” en la emisora o en una sociedad que tenga en ella una “participación significativa” o cuente en ella con influencia significativa.*
- e) En forma directa o indirecta, venda o provea bienes o servicios a la emisora o a los accionistas de esta que tengan en ella en forma directa o indirecta “participaciones significativas” o influencia significativa por importes sustancialmente superiores a los percibidos como compensación por sus funciones como integrante del órgano de administración.*
- f) Sea cónyuge o conviviente reconocido legalmente, pariente hasta el segundo grado de consanguinidad o segundo grado de afinidad de individuos que, de integrar el órgano de administración, no reunirían la condición de independientes establecidas en esta reglamentación. En todos los casos las referencias a “participaciones significativas” contenidas en este artículo, se considerarán referidas a aquellas personas que posean acciones que representen por lo menos el QUINCE POR CIENTO (15%) del capital social, o una cantidad menor cuando tuvieran derecho a la elección de uno o más directores por clase de acciones o tuvieran con otros accionistas convenios relativos al gobierno y administración de la sociedad de que se trate, o de su controlante.*

Más allá de los requisitos legales, es claro que un director independiente deberá adicionar a su calidad intrínseca de independiente, su concepto o reputación en el mercado laboral. Solo

cumpliendo con ambas características podrá un director independiente cumplir fielmente con su rol de supervisión. El gran elemento que distingue a un director independiente es su prestigio profesional, el que pone en juego en cada decisión que toma y en cada reunión en la que participa. Ese es su mayor activo. Se trata de sujetos designados por mérito de sus condiciones personales y profesionales, en razón de lo cual pueden desempeñarse sin condicionamiento alguno originado en sus relaciones con la sociedad, sus accionistas u otros directivos.

En una misma tesitura, hay autores (Patelli y Prencipe, 2007) que afirman que los miembros independientes son necesarios en un directorio a los efectos de controlar las acciones de la gerencia. Es que, indudablemente, la presencia de miembros independientes en el directorio representa un medio de control que mejora el desempeño de éste. Los directores externos no forman parte del equipo gerencial de la empresa, por lo que están en una mejor posición para supervisar la actuación gerencial (Donnelly y Mulcahy, 2008). De esta manera, la composición del órgano directivo desempeña un rol importante en la promoción de la transparencia corporativa.

Un mayor ratio de consejeros independientes está asociado con una mayor calidad y cantidad de divulgación de información corporativa hacia los grupos de interés. Usando una muestra de 170 empresas listadas no financieras, Lefort y Urzúa (2007) estudiaron la evolución de la composición de los directorios en Chile y analizaron el efecto sobre el valor de las empresas trasandinas de la participación de directores independientes. El estudio confirmó que la presencia de directores independientes aumenta significativamente el valor de esas empresas.

Una de las características principales que debe tener un director independiente para ejercer su rol en la realidad consistentemente con la demanda de su función, es que su mandato se establezca por un término preciso y determinado. El hecho es que se presume que con el paso del tiempo un director independiente tiende a mimetizarse con sus pares y pierde entonces su condición de tal.

Con todo, es claro que la figura del director independiente resulta indispensable para equilibrar los diferentes intereses presentes en las empresas y mejorar la toma de decisiones. Éstos desempeñan un papel clave en el control y la vigilancia que los accionistas deben ejercer sobre su empresa, siendo su carácter externo lo que les permite emitir opiniones y hasta incluso cuestionar las decisiones de la gerencia. Cumplen un rol central, fundamentalmente en las funciones más críticas del directorio, tales como la revisión de transacciones entre partes relacionadas y supervisando la auditoría y los controles internos. Y en lo que hace al directorio como órgano colegiado en sí, hay autores (Penfold, Oneto y Rodríguez Guzmán, 2015) que sostienen que debe ser independiente en sí mismo, estando protegido de presiones políticas y

contando con un adecuado balance de habilidades y experiencia que le permita cumplir con sus objetivos económicos y sociales, sin arriesgar la sustentabilidad de la empresa en el tiempo.

La situación argentina, siempre con base en las compañías componentes del índice Merval25, puede visualizarse en la siguiente tabla:

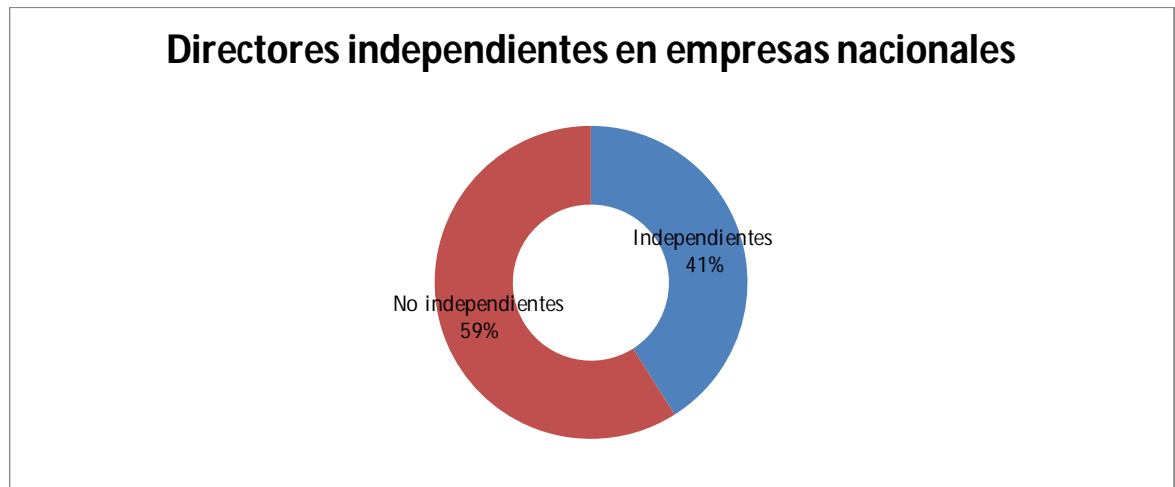
Sociedad	Total Directores	Independientes	Proporción
BBVA Banco Francés	6	6	100%
Comercial del Plata	5	4	80%
Siderar	11	8	73%
Transener	9	6	67%
Edenor	12	7	58%
YPF	18	9	50%
Pampa Energía	10	5	50%
Transportadora de Gas del Sur	9	4	44%
Solvay Indupa	7	3	43%
Mirgor	5	2	40%
Banco Hipotecario	13	5	38%
Endesa Costanera	8	3	38%
Central Puerto	8	3	38%
Telecom	11	4	36%
Banco Santander Río	11	4	36%
Grupo Financiero Galicia	9	3	33%
Petrobras Argentina	9	3	33%
Molinos Río de la Plata	6	2	33%
Tenaris	10	3	30%
Celulosa	7	2	29%
Aluar	11	3	27%
Petroleo Brasileiro	9	2	22%
Petrolera Pampa	9	2	22%
Transportadora de Gas del Norte	14	3	21%
Banco Macro	10	2	20%
General	237	98	41%

Fuente: elaboración propia en base a información publicada por las compañías en www.cnv.gob.ar.

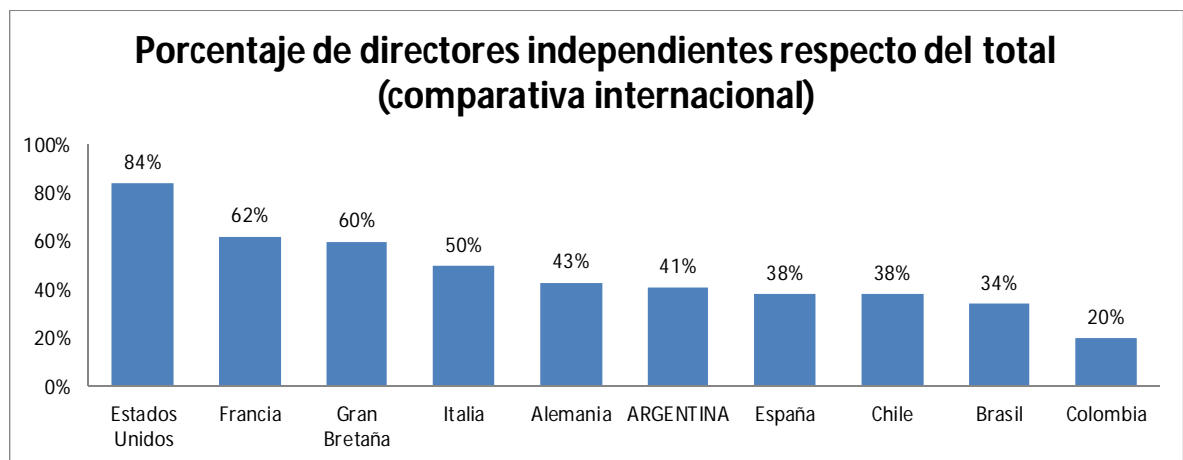
La realidad en Argentina es que las empresas se encuentran en pocas manos y, en general, son controladas por grandes conglomerados o grupos empresariales. Los directorios son entonces, generalmente, organismos asesores del accionista controlante, por lo que no suele haber demasiados directores independientes y cuentan con muy pocos comités, si los hay.

CNV, por su parte, recomienda que el número de miembros del directorio que revistan la condición de independientes debe constituir una proporción significativa dentro de tal órgano. En el caso argentino, entre las compañías componentes del índice Merval25 es posible afirmar que el 41% de los directores titulares son independientes. Este porcentaje garantiza que pueda plasmarse una respetable visión externa y enriquecedora en las discusiones directivas, pero realizando la comparación a nivel internacional, se ubica en los niveles más bajos de la

clasificación. Siguiendo los datos del informe Spencer Stuart 2014, Argentina tiene un coeficiente similar al de España y Alemania, pero aún permanece lejos del promedio de los países europeos, que ronda el 60%.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.2.6 Duración media de mandatos en el órgano directivo

En el siguiente cuadro se muestra la antigüedad promedio de directores en su cargo.

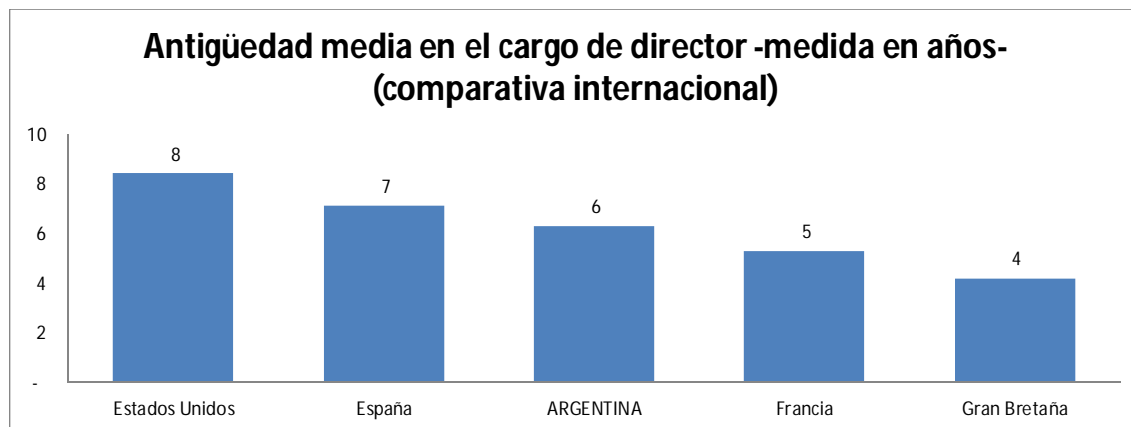
Sociedad	Antigüedad promedio (en años)
Tenaris	10
Banco Hipotecario	9
Grupo Financiero Galicia	9
Banco Macro	9
Aluar	9
BBVA Banco Francés	9
Siderar	8
Central Puerto	8
Celulosa	7
Comercial del Plata	7
Solvay Indupa	7
Banco Santander Río	7
Mirgor	7
Molinos Río de la Plata	7
Pampa Energía	6
Edenor	5
Telecom	5
Transener	4
Transportadora de Gas del Norte	4
Endesa Costanera	4
Transportadora de Gas del Sur	4
Petrobras Argentina	4
Petroleo Brasileiro	3
Petrolera Pampa	3
YPF	2
Promedio	6

Fuente: elaboración propia en base a nóminas de directorio publicadas por las compañías en www.cnv.gob.ar.

Si bien en promedio la antigüedad de los directores en las compañías del índice Merval25 es de 6 años, se visualizan valores extremos.

Entender la realidad del negocio de estas compañías ayuda a interpretar la mayor o menor historia de cada representante en su cargo. En el tope de la grilla tenemos el caso de Tenaris, exponente de una industria consolidada, con una marca reconocida a nivel nacional e internacional, participando en un negocio previsible y relativamente estable como lo es el de los tubos de acero sin costura. Por su parte, en el extremo opuesto se observa el caso de YPF, una industria que ha pasado de manos públicas a privadas y viceversa, y que a la fecha de este estudio solo se habían cumplido un par de años desde la estatización de la petrolera.

En el siguiente cuadro se observa la comparación internacional de la antigüedad promedio de los directores en sus cargos donde se visualiza que la duración media a nivel nacional se encuentra en línea con valores internacionales.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.2.7 Edad promedio de los miembros del directorio

La cuestión de la edad en un directorio siempre es importante para garantizar que en el órgano exista un apropiado recambio y no se pierdan todos los miembros en el mismo año cuando ya decidan retirarse de la compañía.

La Corporación Andina de Fomento recomienda que el promedio de la edad de los integrantes de un directorio esté entre los 55 y 60 años, lo que facilita el dinamismo y la renovación del organismo. Según varios expertos en el gobierno de las empresas, la efectividad de los directorios disminuye cuando aumenta la edad promedio de los directores (Sonnenfeld, 2002). No obstante, establecer una edad máxima también puede ser contraproducente, puesto que se puede excluir por una cuestión formal a personas con experiencia y conocimientos.

La edad promedio de un director en Argentina es de 55 años. Los extremos de esa media están dados por las sociedades Tenaris, donde el directorio en su conjunto tiene en promedio 66 años y Edenor, donde apenas alcanzan los 46 años.

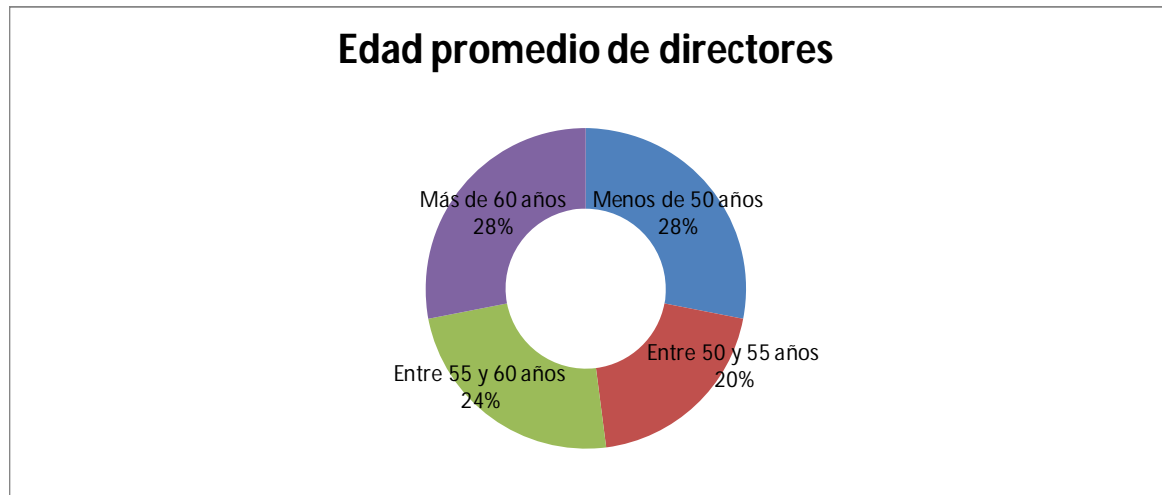
En cuanto a valores individuales, los directores más jóvenes son Delfín Federico Ezequiel Carballo (miembro de la familia con mayoría de acciones en Banco Macro) y Pablo Sebastián Benchimol (representante del Fondo Garantía Sustentabilidad en Transportadora Gas del Sur), ambos con 30 años. Como dato adicional, se observa que los representantes del FGS, tienen en promedio 39 años, muy por debajo de la media nacional. Más aún, de los 17 directores representantes del FGS, 12 de ellos tienen menos de 40 años.

Seguidamente se expone la tabla general por sociedad:

Sociedad	Edad promedio (en años)
Tenaris	66
BBVA Banco Francés	63
Petroleo brasileiro	62
Petroleo Brasileiro	62
Aluar	62
Grupo Financiero Galicia	62
Banco Santander Río	61
Central Puerto	61
Mirgor	58
Molinos Río de la Plata	58
Siderar	57
Banco Hipotecario	57
Petrobras Argentina	56
Solvay Indupa	56
Telecom	53
Transportadora de Gas del Norte	53
Comercial del Plata	52
Endesa Costanera	52
Petrolera Pampa	51
Transportadora de Gas del Sur	49
Banco Macro	48
Celulosa	48
YPF	48
Pampa Energía	48
Transener	47
Edenor	46
Promedio	55

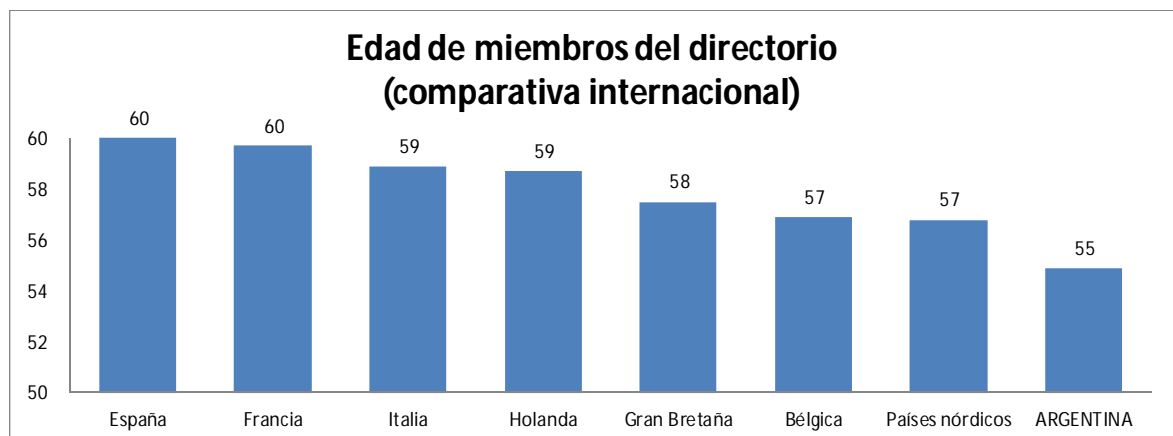
Fuente: elaboración propia en base a nóminas de directorio publicadas por las compañías en www.cnv.gob.ar.

El gráfico siguiente exhibe la distribución nacional de los directores de sociedades componentes del índice Merval25 por rangos etarios. Se observa una notoria similitud entre cada uno de los sectores circulares, lo que implica que la edad promedio de los directores también es similar a la mediana de la misma distribución o, en otras palabras, que las edades de los directores se encuentran repartidas casi equitativamente entre el mínimo y el máximo.



Fuente: elaboración propia en base a nóminas de directorio publicadas por las compañías en www.cnv.gob.ar.

Más abajo se muestra la comparativa internacional de la edad promedio de los directores. En la misma se observa que, en un contexto de valores similares, donde todos los países se ubican entre los guarismos 55-60 años, Argentina tiene la media más baja en el grupo de referencia analizado.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.2.8 Número de miembros extranjeros dentro del directorio

Es claro que uno de los efectos favorables de la globalización económica es que las firmas pueden beneficiarse en su operación y en su gobierno corporativo a través de la incorporación de directores extranjeros. La visión de un director foráneo siempre enriquecerá las discusiones de la mesa directiva.

Las entidades que en Argentina cuentan con mayor número de directores extranjeros son aquellas compañías que tienen como accionistas significativos a empresas de otros países (ver punto 3.2.3.), tal como se puede apreciar en la siguiente tabla. Petróleo Brasileiro, entidad

constituida en la República Federativa del Brasil y Tenaris, sociedad regida bajo las leyes del Ducado de Luxemburgo, encabezan la lista.

Sociedad	Cantidad de directores	Directores extranjeros	Porcentaje
Petroleo Brasileiro	9	9	100%
Tenaris	10	7	70%
Petrobras Argentina	9	6	67%
Endesa Costanera	8	4	50%
Telecom	11	4	36%
BBVA Banco Francés	6	2	33%
Celulosa	7	2	29%
Banco Santander Río	11	2	18%
Solvay Indupa	7	1	14%
Aluar	11	-	0%
Grupo Financiero Galicia	9	-	0%
Central Puerto	8	-	0%
Mirgor	5	-	0%
Molinos Río de la Plata	6	-	0%
Siderar	11	-	0%
Banco Hipotecario	13	-	0%
Transportadora de Gas del Norte	14	-	0%
Comercial del Plata	5	-	0%
Petrolera Pampa	9	-	0%
Transportadora de Gas del Sur	9	-	0%
Banco Macro	10	-	0%
YPF	18	-	0%
Pampa Energía	10	-	0%
Transener	9	-	0%
Edenor	12	-	0%
Promedio	237	37	16%

Fuente: elaboración propia en base a actas de directorio publicadas por las compañías en www.cnv.gob.ar

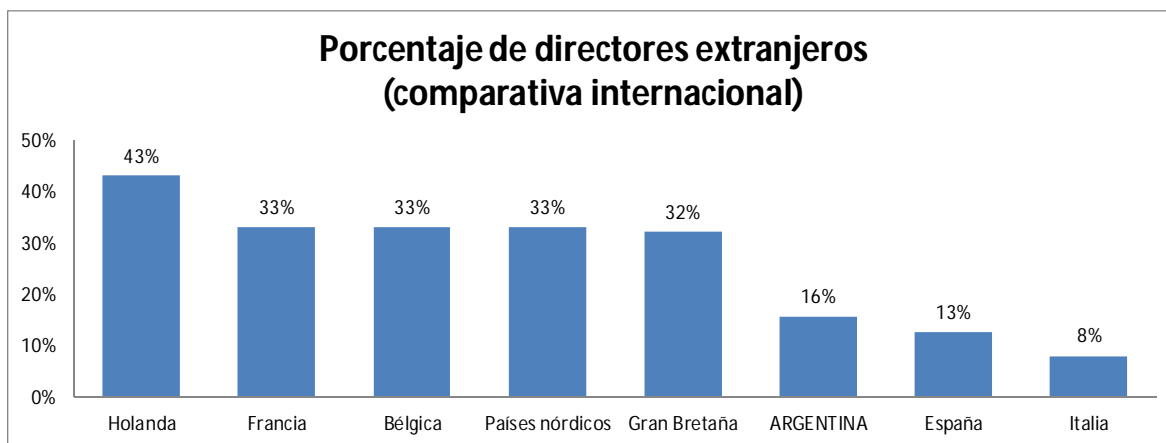
Las distintas nacionalidades extranjeras que ofrecen los directorios de las sociedades integrantes del índice Merval25 se distribuyen como sigue.



Fuente: elaboración propia en base a actas de directorio publicadas por las compañías en www.cnv.gob.ar

La preminencia de directores brasileiros (15) se explica íntegramente por las sociedades Petróleo Brasileiro y Petrobras Argentina. En cuanto al grupo de italianos (9), son Tenaris, sociedad de raigambre industrial itálica, y Telecom quienes cuentan cada una con cuatro exponentes en sus filas. Respecto de los representantes españoles, éstos son aportados principalmente por las compañías Endesa Costanera y Banco Francés con dos miembros cada una.

A nivel internacional, la presencia de directores foráneos por país es muy variada. No obstante ello, la media mundial parece ser mayor que el ratio que alcanza Argentina y la explicación de esa situación puede guardar relación con el grado de apertura económica de cada país, las dimensiones de su mercado de capitales y, por ende, el volumen de inversiones extranjeras que atrae.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.2.9 Número de reuniones anuales del órgano directivo

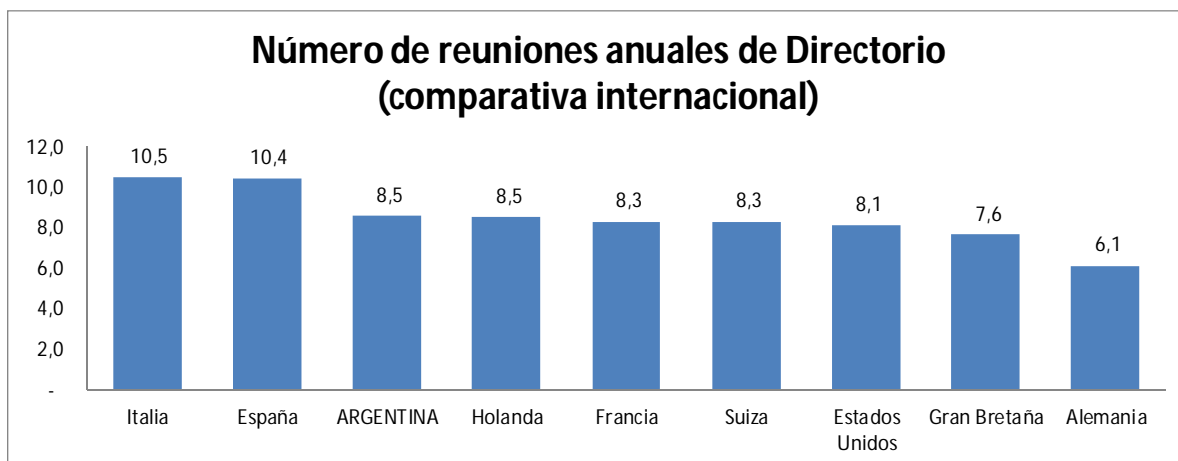
La periodicidad que deben tener las reuniones de directorio en Argentina, hasta la sanción del nuevo Código Civil y Comercial, venía fijada por la ley de Sociedades Comerciales N° 19.550 la cual establecía que el órgano de gobierno de la sociedad anónima debía reunirse, por lo menos, una vez cada tres meses, salvo que el estatuto exigiere mayor número de reuniones, sin perjuicio de las que se pudieren celebrar por pedido de cualquier director. A contrario sensu, con el ordenamiento civil y comercial vigente a partir del 1 de agosto de 2015, no se establece un mínimo de reuniones para el organismo.

La mayoría de los autores se inclina por pensar que a mayor cantidad de reuniones, mayores posibilidades de ejercer un control eficaz sobre la gerencia (Ganga Contreras y Vera Garnica, 2008). Otros autores relacionan la frecuencia de las reuniones con la situación de la compañía,

señalando que las empresas tienden a reunirse con mayor frecuencia cuando atraviesan por problemas (Jensen, 1993). En una opinión inteligente y que podría zanjar la discusión, Álvarez Rodríguez (2014) pone el foco directamente en la eficiencia de las reuniones, mencionando la importancia de disponer de información previa a la reunión por parte de los directores, de modo que acudan a la reunión únicamente con la finalidad de aclarar ideas y tomar decisiones.

Dejando de lado los aspectos legales y doctrinarios, el número promedio de reuniones que han celebrado durante el ejercicio 2014 los directorios de las empresas componentes del índice Merval25 es de 8,5 encuentros anuales. El dato surge del relevamiento de las actas de directorio publicadas por cada compañía en la página web de CNV.

Comparando la cifra con valores internacionales, se deben tener en cuenta las exigencias puntuales impuestas por la legislación de cada país. Pero, en términos globales, es posible sostener que el dato de Argentina en este rubro representa un aceptable ratio a nivel mundial.



Fuente: elaboración propia en base a actas de directorio publicadas por empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.3. Principio III: Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial

“Los intelectuales resuelven los problemas, los genios los evitan”, Albert Einstein.

2.1.3.1 Existencia de una función independiente dentro de la Gerencia General que implemente las políticas de gestión integral de riesgos

La Real Academia Española en su diccionario define la palabra *riesgo* como “contingencia o proximidad de un daño”. Trasladado el concepto al caso empresarial, la definición no podría ser más aplicable.

Es que las empresas en su accionar se enfrentan a un conjunto de eventos o vicisitudes asociados a la actividad que desarrollan, y que necesitan de una gestión activa de los mismos para que no afecten a la consecución de sus objetivos.

Siguiendo a De la Fuente y De la Vega (2003), una empresa se enfrenta a diversos tipos de riesgo:

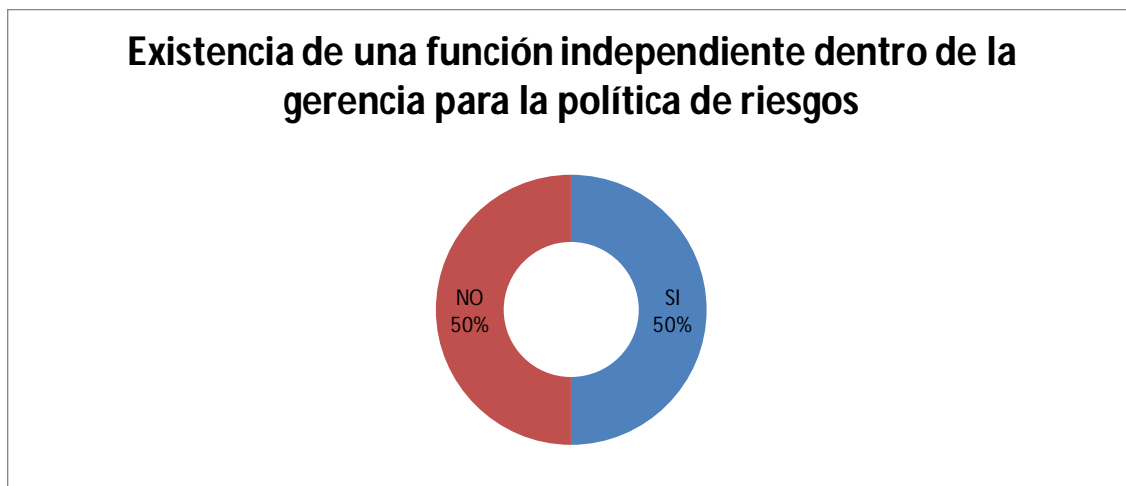
- Riesgos financieros: riesgos de que los flujos de caja de la empresa no se adecuen a sus obligaciones.
- Riesgos operativos: son aquellos que se derivan de defectos o errores en los procesos internos y sistemas utilizados para llevar a cabo sus operaciones habituales.
- Riesgos catastróficos: es la posibilidad de pérdida asociada a eventos externos que se caracterizan por su baja frecuencia de ocurrencia y su alto impacto, como pueden ser acontecimientos políticos, accidentes o fenómenos climatológicos.
- Riesgos de cumplimiento: son los derivados de incumplir la legislación local o internacional, las buenas prácticas propias de la actividad desarrollada o las normas de conducta que puedan afectar a la reputación de la empresa.

La eficiente gestión de estos riesgos genera para las empresas una reducción de costos inesperados y una mayor estabilidad en los resultados. Adicionalmente, sirve para evaluar con precisión la exposición a los distintos riesgos y para determinar las necesidades exactas de aseguramiento, evitando tanto el infraseguro como los excesos de cobertura. La gestión del riesgo también puede aportar una ventaja competitiva, toda vez que permite reaccionar con mayor rapidez que la competencia a cambios en el entorno. Por último, lo más importante: la gestión de riesgos, especialmente los operativos, servirá para mejorar el control interno y, por lo tanto, como medida para potenciar el buen gobierno corporativo. La clave siempre será elegir qué riesgos asumir y qué riesgos transferir.

El común de los autores coincide en señalar que la profesionalización de la gestión del riesgo requiere la necesidad de la formalización de una función especializada. De una encuesta realizada en el país (Tappatá, 1999), se desprende que la mayoría de las empresas opta por realizar centralizaciones parciales con profesionales en la gestión de algunos tipos de riesgo (de crédito, de mercado, incendios, legal, etc.).

La CNV toma nota de esta situación, coincide con la apreciación doctrinaria mayoritaria y, consecuentemente, considera recomendable que las empresas tengan un sector específico destinado a la implementación de políticas referidas a la gestión de riesgos. Pero podría decirse que la mitad de las compañías cumple con la premisa y la otra mitad aún no. Entre estas últimas,

el denominador común es la no existencia de la función del Oficial de Gestión de Riesgos y el desenvolvimiento de estas funciones por parte del Comité de Auditoría.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.4. Principio IV: Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes

“La mayoría son malos jueces acerca de las cosas propias”, Aristóteles.

2.1.4.1. Existencia de políticas propias de rotación de auditores, tanto internos como externos

Entre las prácticas más recomendadas para asegurar la independencia del auditor externo se encuentra la rotación obligatoria después de un período de tiempo determinado y el hecho de que la compañía cuente con una política referida a la rotación del auditor externo (punto IV.4. del Código de Gobierno Societario). En ocasiones se discute si basta con una rotación interna (cambio del socio responsable, pero manteniendo la misma empresa) o es necesaria la rotación externa. También se debate sobre cuáles son los plazos y términos más adecuados, pero lo que nadie pone en duda es la prudencia de una medida de esta naturaleza.

Según la información relevada existen siete empresas componentes del índice Merval25 que no tienen políticas propias de rotación de auditores. Ellas son: Aluar, Central Costanera, Grupo Financiero Galicia, Molinos, Pampa Energía, Petrobrás Argentina y Telecom. En promedio y según los estados financieros publicados en CNV, estas compañías llevan al menos quince años con el mismo auditor externo.

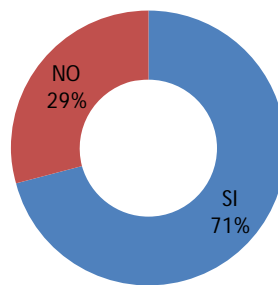
A decir verdad, no existe evidencia empírica ni a favor ni en contra de la rotación externa, pero este aspecto pasa a ser secundario, porque la recomendación de la rotación externa no se basa en la hipótesis de una posible correlación positiva entre tiempo de permanencia y calidad del

servicio de auditoría, sino en un criterio prudencial que aconseja cambiar de firma auditora cuando ésta lleva un período de tiempo lo suficientemente prolongado como para poner en riesgo su independencia (Cavanna, 2014).

El hecho de que la independencia pueda o no ser afectada es secundario en este juicio. Como algunos expertos recuerdan, es necesario distinguir entre la “independencia de hecho” y la “independencia en la apariencia”. La primera se refiere a supuestos en que la independencia puede ser realmente afectada, mientras que la segunda atiende a los riesgos contra la reputación de la empresa.

Recientemente, a partir de la Resolución General N°639/2015, la CNV modificó la normativa referente a los plazos de rotación de auditores externos de las empresas que cotizan en bolsa, con el objetivo de reforzar la independencia y la calidad de la auditoría externa y la información puesta a disposición del público inversor. De esta manera, una misma asociación o estudio podrá prestar servicios de auditoría a una emisora con autorización para hacer oferta pública por un plazo máximo de tres años continuos, con la posibilidad de extenderlo por tres años más, siempre y cuando la decisión de extender la contratación se halle debidamente fundada y sea ratificada por una asamblea de accionistas. En función de esta nueva normativa, queda expresamente fijado el concepto de rotación del auditor.

Existencia de políticas propias de rotación de auditores externos



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5. Principio V: Respetar los derechos de los accionistas

“El respeto de los derechos de los demás es la paz”, Benito Juárez.

2.1.5.1. Reuniones periódicas con los inversores

El vínculo asiduo con los accionistas resulta indispensable para lograr la confianza y fidelidad del inversor, así como su permanencia a lo largo del tiempo. En la era de la información y las comunicaciones, puede ser muy riesgoso prescindir del contacto directo con el accionista. Siguiendo a Chisari y Ferro (2012), es claro que la calidad de la información comunicada es tan importante como el tener un diálogo permanente entre las empresas e inversionistas.

En la Argentina actual, con crisis de confianza con inversores extranjeros, el hecho de mantener reuniones periódicas con accionistas siempre será valorado favorablemente por el mercado, para intentar contrarrestar aquel preconceito de zona de riesgo o no recomendable para la inversión.

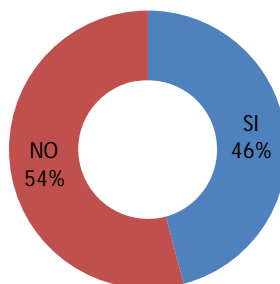
La tendencia a estrechar lazos con accionistas se verifica fuertemente en los Estados Unidos. La ley Sarbanes-Oxley de 2002 aumentó significativamente la importancia de las relaciones con los inversores en los mercados financieros, poniéndose especial atención en la divulgación pública, exactitud de los resultados y revelaciones en tiempo real.

Fue así que desde hace casi una década, las empresas estadounidenses suelen realizar periódicamente un evento conocido como *investor day* (“día del inversor”, en castellano). El mismo consiste en una reunión donde los máximos exponentes de la compañía disertan respecto de la performance del período y sus perspectivas futuras, permitiendo que los inversores puedan conocer la situación actual de la organización, fortalecer vínculos y lograr un contacto cara a cara con los principales referentes de la empresa. El formato más utilizado suele ser el de *one to many*, donde un alto cargo presenta su empresa a un centenar de actuales y potenciales inversores.

CNV recepta esta necesidad del mundo actual y evalúa positivamente que las sociedades organicen reuniones con sus accionistas más allá de la Asamblea General Ordinaria anual. Analizando las respuestas brindadas por las firmas del Merval²⁵ para este punto, vemos que queda un largo camino por recorrer para las compañías del país, dado que más de la mitad de ellas no realiza ningún tipo de encuentro general con sus accionistas fuera de la reunión anual exigida por la legislación comercial.

Ciertas empresas nacionales argumentan no celebrar reuniones de este tipo con sus accionistas, escudándose en la existencia de un canal de comunicación permanente para el uso de cualquier accionista, que no es otra cosa que una casilla de correo para atender consultas y que bajo ningún punto de vista cumple con el espíritu genuino de la recomendación de CNV.

Realización de reuniones periódicas con accionistas (fuera de la Asamblea Ordinaria anual)



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5.2. Existencia de sitio web como canal de acceso a la información para accionistas y otros inversores

Es claro que la masificación de internet no solo cambió la manera y la forma de comunicarnos, sino también la audiencia o el público que recibe la información. Con notable claridad, Cavanna (2013) señala que en la actualidad no tiene sentido sostener que la información sobre gobierno corporativo tiene como exclusivo grupo de interés a los accionistas. Por supuesto, los accionistas tienen derecho a un grado de detalle en la información que no es extensivo a otros grupos de interés. Pero esa información “reservada” no comprende los aspectos básicos del gobierno corporativo. De ahí que, con independencia de la obligación de rendir cuentas ante la Comisión Nacional de Valores, la información sobre el gobierno corporativo de la empresa actualmente deba extenderse al conjunto de la sociedad, y la manera más eficaz de hacerlo es a través de la web.

Cada vez resulta más difícil defender la confidencialidad de ciertos contenidos. Y el foco ya no se centra en los contenidos que la empresa hace públicos, sino más bien en qué contenidos no publica y por qué motivo no lo hace. Los beneficios que proporciona la transparencia y el acceso a la información en internet se extienden a muchos otros ámbitos de la empresa:

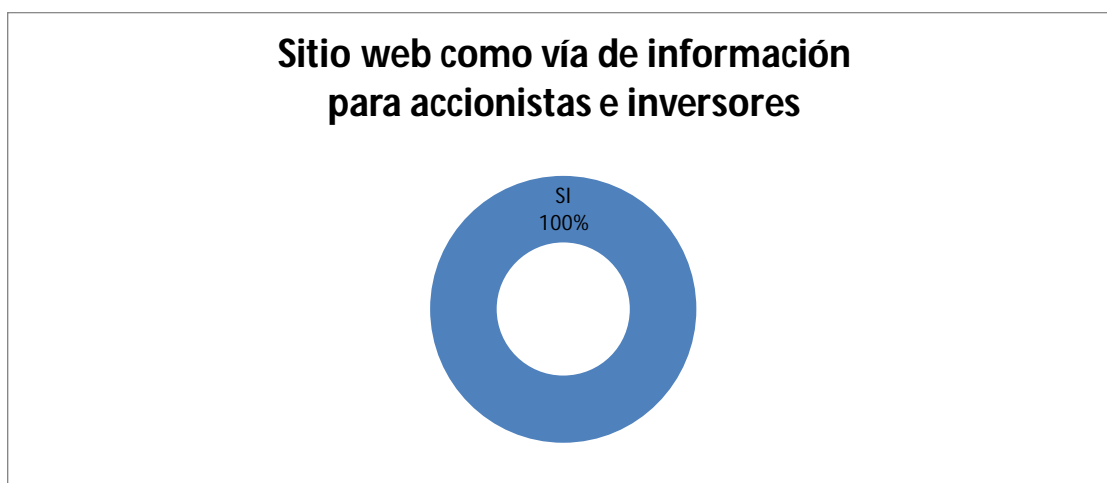
- facilita la comunicación entre sociedades e inversores,
- reduce el costo de distribución e incrementa el valor de la oportunidad de la información corporativa,
- permite brindar información sin importar la ubicación geográfica,
- democratiza el acceso a la información corporativa,

- aporta credibilidad a las prácticas de buen gobierno,
- permite conocer y responder a las expectativas de los diferentes grupos de interés.

Tal como señalan Gandía y Pérez (2005), en el caso particular de la información sobre gobierno corporativo, internet pone a disposición de las compañías múltiples posibilidades para mejorar su imagen y, sobre todo, para facilitar la implicación de los accionistas en el control y en las prácticas efectivas de buen gobierno.

En la era de las comunicaciones y de la información, y visto lo trascendental de este vínculo sociedad-inversor, parece imposible que las empresas no cumplan con este punto. Y de hecho así lo hacen todas las compañías componentes del índice Merval25.

Visto la favorable recepción que ha tenido este punto entre las sociedades nacionales, la CNV podría evaluar en un futuro, como segundo paso, la necesidad de que las páginas web que las compañías tengan en internet destaquen de modo visible la sección sobre Gobierno Corporativo en una pestaña central.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5.3. Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto

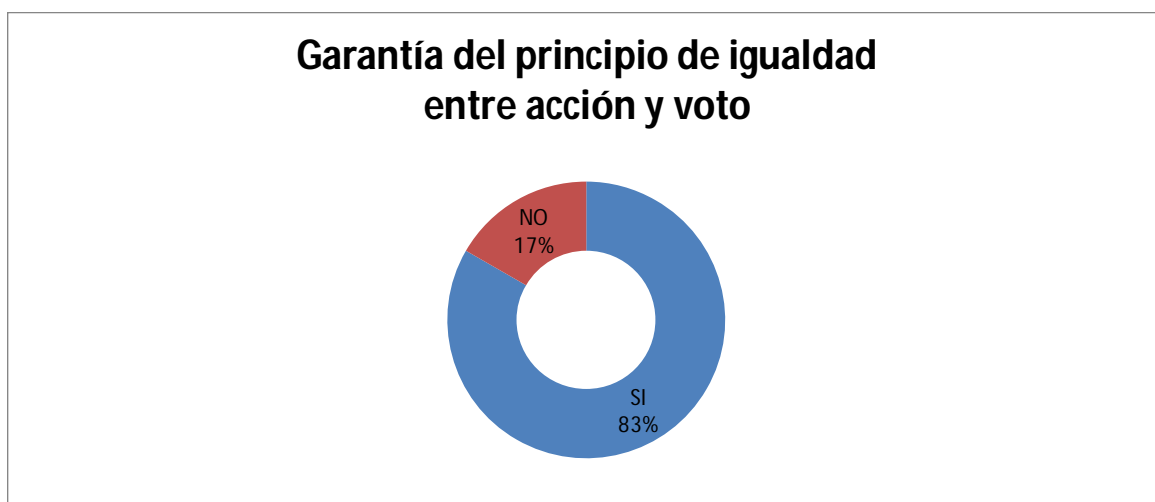
Este principio postula la proporción que debe guardar el porcentaje de la participación en el capital con los correspondientes derechos de voto. Se reconoce el derecho de una acción - un voto, de modo que a una misma participación en el capital social de una empresa se atribuya los mismos derechos de voto. Esto asegura la percepción de equidad del accionista.

La idea poderosa que hay en el trasfondo de la regla una acción – un voto es la de desincentivar a través de instrumentos jurídicos la conformación del control en manos de *insiders* con una participación minoritaria (Sáez Lacave, 2011).

Lo cierto es que la protección de los accionistas minoritarios debe ir más allá del respeto por este principio. Se debe garantizar también el derecho a participar en las ofertas públicas de acciones,

el poder gozar de los mismos beneficios que los mayoritarios y la posibilidad de influir proporcionalmente a su participación en las decisiones corporativas (Wigodski y Zúniga, 2002). Con todo, queda claro que el presente precepto de igualdad que recepta y recomienda la CNV, lejos de negar la posibilidad de distintas clases de acciones, más bien condena la existencia de actitudes discriminatorias.

En Argentina, llamativamente, un 17% de las compañías componentes del índice Merval25 no cuenta con una política formal que promueva el principio de igualdad entre acción y voto. El motivo más citado por las compañías que incumplen este punto es el de la significatividad, argumentando que en el capital social de las firmas, las acciones de votos múltiples representan un porcentaje ínfimo respecto del total accionario con derecho a voto.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5.4. Política para aumentar dispersión accionaria

Los mecanismos que suelen ser considerados como los que mejor resuelven los problemas de acción colectiva entre accionistas y gerentes parecen ser la concentración parcial de la propiedad y la concentración del control en manos de numerosos accionistas. Pero sus inconvenientes son la potencial colusión de grandes accionistas con la gerencia contra los pequeños inversores y la reducida liquidez de los mercados secundarios, perdiéndose así su rol de contralor. Para evitar esto, legislaciones de algunos países le dan más poder a los directorios. Pero estas medidas suelen ser inefectivas. Si se protege más a los accionistas minoritarios, es a costa de una mayor discreción de los gerentes. La cuestión parece ser cómo regular a accionistas grandes o activos, de modo de obtener un correcto balance entre la discrecionalidad de los gerentes y la protección a los pequeños inversionistas.

Siguiendo a Nuñez y Oneto (2012), en toda América Latina la estructura de capital concentrada generalmente desfavorece el desarrollo de la gobernanza corporativa. La estructura familiar y el papel poco efectivo de los directorios muchas veces no logra transparentar la información de las empresas y la rendición de cuentas.

Existen dos rasgos principales que caracterizan las estructuras de propiedad y de control de la mayoría de las compañías en América Latina. En primer lugar, estas compañías presentan una muy alta concentración de la propiedad. En segundo lugar, muchas firmas están controladas directa o indirectamente por uno de los numerosos conglomerados industriales, financieros y mixtos que operan en las economías latinoamericanas.

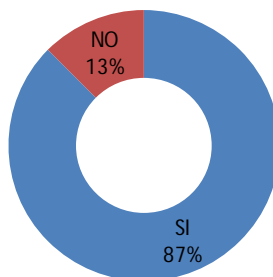
Más aún, las estructuras de alta concentración de la propiedad y de los conglomerados también afectan de manera importante la composición de la mesa del directorio. Muchos de los miembros de los directorios de las compañías latinoamericanas están relacionados con los accionistas de control a través de lazos familiares, amistades, relaciones de negocios y contratos laborales.

En Argentina, el patrón de propiedad muestra, a grandes rasgos, que la mitad de las empresas son familiares y la otra mitad son transnacionales. En ambos casos, el capital es concentrado en el grupo de control y casi no hay compañías de capital atomizado.

En términos estrictamente numéricos, la CNV ha resuelto el dilema estableciendo en el punto 5.5. del Código de Gobierno Societario que las emisoras deben contar con una dispersión accionaria de al menos veinte por ciento (20%). Esto significa que el *free float* de cada compañía debe ser superior al 20% de su capital social, o lo que es lo mismo, que la cantidad de acciones que cotizan libremente debe ser mayor al 20% del paquete accionario.

Analizando los datos relevados, vemos que un 13% de las compañías no cuenta con una política para aumentar la dispersión accionaria en el mercado. Inclusive, la compañía Celulosa Argentina S.A. tiene una dispersión inferior al 20% requerido.

Empresas con políticas de aumento de dispersión accionaria



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5.5. Existencia de una política de dividendos

La política de dividendos seguida por las compañías siempre ha sido uno de los temas que mayor interés ha suscitado entre teóricos y analistas financieros. La cuantía y la estabilidad del dividendo son las dos facetas de la política de dividendos, aunque no las únicas, que mayor atención han merecido en la literatura financiera.

Por el valor informativo que los inversores bursátiles asignan a la cifra de dividendos, parece indicado, y es práctica habitual en gran número de las empresas que cotizan en bolsa, el mantenimiento de una política de dividendos constante. Incluso por razones psicológicas y de preferencia por la liquidez, el dividendo parece ser el mejor indicador para el accionista de la situación económico-financiera de la empresa. Es algo tangible que inspira confianza en la gestión de la empresa y que se traduce en una cotización relativamente estable de las acciones de la empresa en el mercado (Suárez Suárez, 1980).

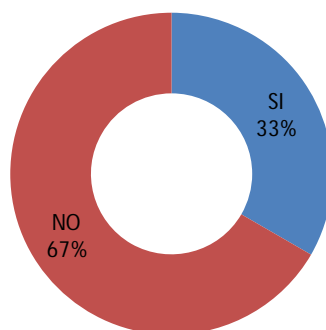
En la empresa moderna, se busca un equilibrio entre la distribución de dividendos como mecanismo de atracción al accionista y el plan de negocios y crecimiento que pueda ser sostenible en el tiempo, ya que esto último requiere de inversiones permanentes, y éstas se hacen con las ganancias que obtiene la empresa. La distribución de dividendos que incluya todas las ganancias de la empresa o su gran mayoría, es un mecanismo destructivo que conduce a largo plazo a la desaparición de la misma por vaciamiento.

Es entonces que la teoría financiera recomienda la búsqueda de equilibrio y estabilidad en la definición de las políticas de dividendos. De la misma manera, se indica que permanentes cambios o alteraciones bruscas en el monto distribuido pueden originar conductas no deseadas en los inversores, si son percibidos como una señal adversa.

Tomando nota de lo sensible y determinante que resulta la cuestión de los dividendos para cualquier accionista, la CNV establece como un valor positivo que las empresas tengan una política de dividendos preestablecida, escrita y pública para el inversor, dado que lo más relevante es que las distribuciones puedan ser sostenidas a lo largo del tiempo. Muchos inversores minoristas e institucionales solo apuestan por acciones que tengan un historial de reparto de dividendos. Pero en realidad son los dividendos pasados, y también los dividendos futuros, los que interesan y deben atraer.

En el caso argentino, a diciembre de 2014, solo un tercio de las compañías componentes del índice Merval25 cuentan con una política de dividendos prevista en el Estatuto Social.

Política de distribución de dividendos



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.5.6. Recomendación de que el presidente del directorio no sea a su vez el Gerente General de la emisora

Desde la publicación del informe Cadbury en Reino Unido en el año 1992 ha habido una tendencia mayoritaria a incrementar la separación de estos cargos en las compañías cotizadas.

Tomando en consideración que ambos roles de Presidente de Directorio y Gerente General de una sociedad son importantes y complementarios, resulta esencial para los accionistas no caer en la trampa de designar a la misma persona para ambas funciones, de modo de evitar la concentración de demasiado poder sobre un mismo individuo, pudiéndose no arribar a decisiones óptimas en momentos de crisis.

Esta tesitura adopta la CNV al efectuar esta recomendación, al considerar que la objetividad de un director externo a la compañía permitirá dar mayor eficiencia a la gestión y equilibrar el poder del máximo ejecutivo de la compañía. De la misma manera, diversos autores (Owen y Kirchmaier, 2008) sostienen que las tareas de conducir un directorio y dirigir una empresa son cada vez más distintas entre sí, por lo que resulta muy extraño hallar ambas habilidades en un mismo individuo o el tiempo suficiente para cumplir con ambas responsabilidades. En otras palabras, la división de funciones cumple la doble función de evitar la acumulación ilimitada de poderes en una misma persona y la de diferenciar dos tareas (el gobierno y la gestión), que son difícilmente compatibles (Cavanna, 2015).

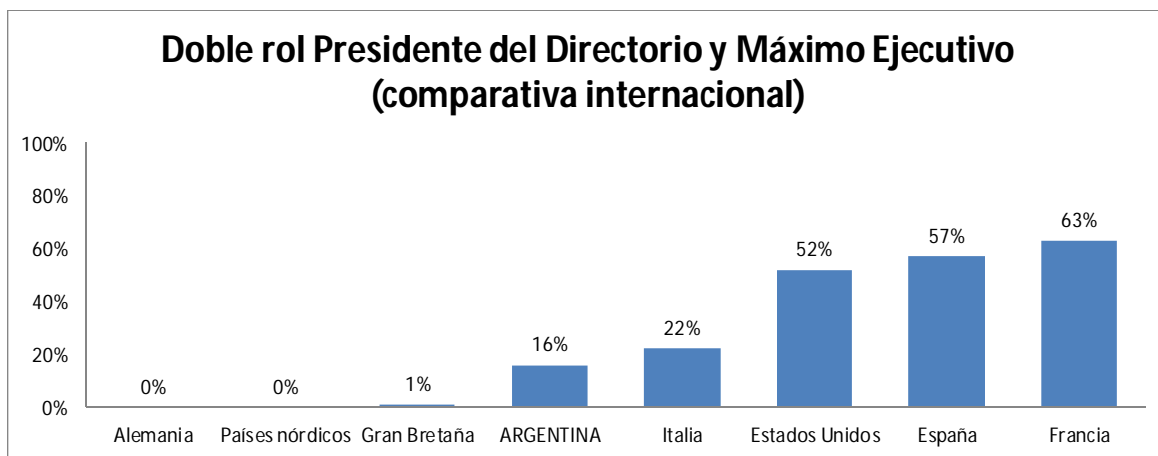
En el marco de las empresas componentes del índice Merval25, al 31 de diciembre de 2014, los sujetos que asumen simultáneamente el rol de presidentes del directorio y de máximos ejecutivos (posición comúnmente denominada CEO, del inglés *Chief Executive Officer*) de sus compañías, representan el 16% del total relevado. En todos los casos, los profesionales que revisten esta

doble función son empresarios de renombre y reconocida trayectoria a nivel nacional e internacional: Paolo Rocca (Tenaris), Jorge Brito (Banco Macro), Enrique Cristofani (Banco Santander Río) y Miguel Galluccio (YPF).

A nivel internacional, se observa una amplia dispersión en la realidad de cada país tomado en la comparativa. El ideal de no existencia de solapamiento entre las funciones de CEO y Presidente del Directorio se alcanza en Alemania y en los países nórdicos. Del grupo analizado, el país donde más se confunden estos roles es en Francia con el 63%.

Estos datos no son casuales sino que se relacionan con la legislación imperante en cada país. Las legislaciones nacionales que regulan las sociedades cotizantes en los países que indican ratio 0% en este apartado, exigen que los cargos de presidente del directorio y CEO sean ocupados por diferentes personas. En cambio, en países como Francia, la figura del presidente-director general es la autoridad máxima de la compañía.

Argentina, por su parte, sin legislación expresa que establezca una limitación al doble rol mencionado, obtiene un ratio más que aceptable en el concierto internacional, con solo 16% de superposición de estas dos relevantes funciones.



Fuente: elaboración propia en base a información publicada por empresas listadas en índice Merval25 e informe Spencer Stuart 2014.

2.1.6. Principio VI: Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad

“Toda actividad humana transcurre dentro de la sociedad, sin que nadie pueda sustraerse a su influjo”,
Georg Simmel.

2.1.6.1. Emisión de un balance anual de responsabilidad social y ambiental

Si bien el origen del debate sobre la responsabilidad social de las empresas, siguiendo a Junyent Bas (2006), no guarda relación temporal ni temática estricta con el gobierno corporativo, es indudable que existen conexiones entre ambos, pues los impactos sociales negativos son el resultado de decisiones empresariales adoptadas dentro del sistema de gobierno de las compañías. En efecto, la realidad económica y social en que se encuentran insertas las empresas de hoy exige que quienes tienen la responsabilidad de dirigir las entiendan que las decisiones que tomen van a reflejar los valores que tengan sus integrantes y repercutirán en la comunidad, tanto a nivel económico como ambiental y social. En otras palabras, la finalidad de la empresa debe orientarse hacia el bienestar social y su desempeño debe ser juzgado no solo en términos económicos, sino en función del impacto que sus actividades tienen en los ámbitos económico, social y medioambiental.

Citando a Ian Davis (2005), es claro que en cualquier empresa la mayor parte del valor de la misma está dado por los flujos de fondos que se proyectan para el futuro mediano, a muchos años vista. En consecuencia, cualquier gestión empresarial que desoyera potenciales reclamos sociales estaría poniendo en riesgo esos futuros flujos de fondos.

La calidad del gobierno corporativo es crítica para la sociedad. El respeto por las instituciones democráticas locales y la relación con la comunidad donde las compañías operan es fundamental para lograr lo que en los últimos años se ha conocido como una “licencia de operación”. Desplazamientos, daños al ecosistema, interferencias con el estilo de vida y peligros para la salud debido a la contaminación, son algunas de las consecuencias negativas que pueden ocurrir (Strandberg, 2010) y, consecuentemente, promover el no otorgamiento de esta “licencia” (siempre en sentido simbólico) por parte de la comunidad a una empresa instalada en su tejido social.

En este sentido, la sociedad viene exigiendo a las empresas que den cuenta de cómo sus procesos respetan el medio ambiente humano y natural. Así surgió el balance social.

Actualmente, la importancia de la información no financiera en el informe anual de gestión de las empresas es reconocida, tanto por las organizaciones como por las instituciones y grupos de interés en general, sensibles al prestigio de la marca, a la fidelidad del cliente o a la reputación de la empresa. La responsabilidad social empresarial ya no se concibe como una disciplina autónoma, sino que se ha integrado a las nuevas teorías de la gestión empresarial. Apoyando esta

tesitura y logrando ampliar el análisis del concepto, el Instituto Ethos de Brasil señala que la responsabilidad social empresaria es una forma de gestión que se define por la relación (justamente) ética de la empresa con todos los públicos.

El balance social debe exponer, medir y divulgar en forma precisa, los resultados de la aplicación de la política social de la empresa, y evaluar el cumplimiento de su responsabilidad social empresaria, siendo desde esta óptica una herramienta de administración y control, que permite que la empresa proyecte, verifique y evalúe su rendimiento, sobre distintos aspectos que conforman la sostenibilidad corporativa (Rivadeneira y De Marco, 2010). Se transforma así en una herramienta de gestión empresarial, que permite evaluar cuantitativa y cualitativamente el cumplimiento de la responsabilidad social de la empresa en términos de activos y pasivos sociales en sus áreas interna y externa, durante un período determinado y frente a metas de desempeño definidas previamente.

En términos generales, el *reporte de sostenibilidad*, se erige como el documento indicado para cumplimentar este cometido. Esta es una presentación informativa a través de la cual las empresas comunican su desempeño en tres aspectos fundamentales (ambiental, social y financiero) de forma puntual y objetiva, abarcando un período específico (Herrera, 2015). En el ámbito interno, este tipo de reportes ayuda a las empresas a evaluar a tiempo los procesos que conllevan un daño potencial, permitiendo la anticipación ante las posibles implicancias, reduciendo costos en el control de calidad y aumentando la eficiencia en la producción. En el ámbito externo, es una herramienta para abrir canales de interacción entre la empresa, su cadena de valor y sus grupos de interés, cimentando paralelamente su compromiso social.

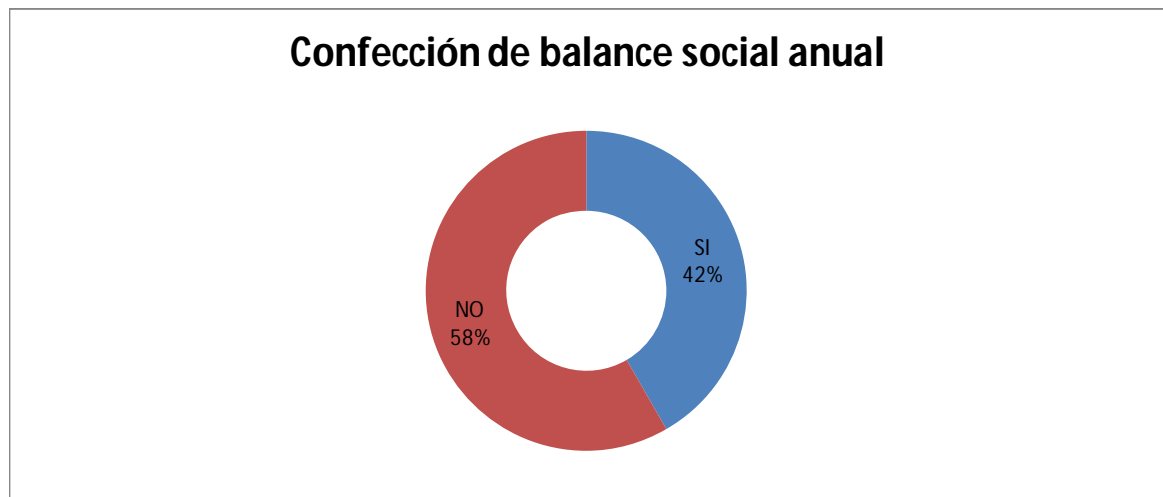
Pasando al terreno de la normativa contable, según la Resolución Técnica N°36 del Consejo Emisor de Normas de Contabilidad y Auditoría (CENCyA), el balance social es un instrumento para medir, evaluar e informar en forma metódica, sistemática y principalmente cuantificada, el resultado de la política económica, social y ambiental de la organización. El objetivo del balance social es demostrar la forma en la que la organización contribuye, o pretende contribuir en el futuro, a la mejora, o incide en el deterioro de las tendencias, avances y condiciones económicas, ambientales y sociales a nivel local, regional y global (CENCyA, Resolución Técnica N°36, 2012).

El principal reporte que brinda el balance social es el “Estado de Valor Económico Generado y Distribuido”. Este Estado está fundamentado en conceptos macroeconómicos, buscando presentar la parte en que contribuyen las entidades en la formación del producto bruto interno. Es un estado económico-financiero histórico, que muestra el valor económico generado por una organización y simultáneamente revela cómo se distribuye entre los diversos grupos sociales que

han contribuido a su creación. Para los inversores y otros usuarios, esa demostración proporciona información de naturaleza económica, financiera y social, y ofrece la posibilidad de una mejor evaluación de las actividades de la entidad en la sociedad en la cual se inserta.

Atento a lo antedicho, la CNV se hace eco del nuevo pedido de información que las comunidades realizan y recomienda enfáticamente en este principio, la preparación de un balance social y ambiental. Sin embargo, nos encontramos con que solo cuatro de cada diez compañías prepara regularmente un reporte de esta naturaleza. La mayoría de las compañías no cumple con esta recomendación y solo realiza algún informe ambiental, que en nada suple el contenido y la finalidad del balance social.

Profundizando en la temática y más allá de la indiferencia que el común de las compañías demuestra para con esta recomendación, en mi opinión personal, hoy en día ya debería existir un reporte integrado, que aglutine cuestiones financieras junto con otras sociales o ambientales. A través del camino recorrido en RSE, las empresas nacionales han arribado a un nivel de maduración en el que es necesario unir lo contable con lo social, con un informe obligatorio y, mínimamente, de frecuencia anual.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.7. Principio VII: Remunerar de forma justa y responsable

“De aquel que opina que el dinero puede hacerlo todo, cabe sospechar con fundamento que será capaz de hacer cualquier cosa por dinero”, Benjamin Franklin.

2.1.7.1. Existencia de un Comité de Remuneraciones en el ámbito de cada compañía

La historia moderna de la investigación sobre la remuneración a ejecutivos comenzó alrededor de 1980, paralelamente con el surgimiento y aceptación de la teoría de agencia, comentada ut supra. Pero en los últimos años se observa una creciente preocupación por su estudio. Es que la

remuneración a ejecutivos ofrece las oportunidades para analizar varios conceptos componentes de la misma e interrelacionados entre sí, como son los incentivos, las promociones, las desvinculaciones, la productividad laboral, los desarrollos de carrera, el pago en bonos, etc.

En la opinión de Ponce Huerta (2013) se agrega a lo anterior el reproche moral que han merecido ciertos casos de retribuciones de directores de compañías, o bien directamente en pérdidas, o en las que tanto el valor de la acción como el conjunto de resultados en torno de la compañía arrojaban unos resultados muy negativos.

La compensación ejecutiva es un tema de gran interés actual, dado que la debilidad en los sistemas de gobierno corporativo ha inducido al pago de excesivas recompensas a los gestores a pesar del pobre desempeño de la empresa (Mangel y Singh, 1993). Es que muchas veces los incentivos para incrementar la retribución variable de la alta dirección no tienen consideración alguna del riesgo global de la organización ni de su sostenibilidad, y se basan en una incesante e imprudente carrera por el aumento de los resultados anuales. Los incentivos ligados a la remuneración incluyen, entre otros, bonos o revisiones salariales en función al desempeño, participaciones accionarias adicionales u opciones sobre acciones, o bien participación en los planes de pensiones. La consecuencia lógica de este ambicioso sistema de incentivos es la aparición de problemas de aversión al riesgo por parte de los directivos para poder mantener su paquete de compensaciones.

El control de los sistemas de remuneración es importante no solo para los accionistas, sino también para el sistema en sí. Las compañías tienen la tendencia a premiar a los administradores por las ganancias a corto plazo, lo que fomenta la toma de riesgos excesivos. Generan beneficios altos y rápidamente, pero aumentan la vulnerabilidad de la empresa, cuya principal consecuencia suele ser la quiebra de las compañías. En términos generales, parece haber un consenso para instaurar como definitivos los nuevos principios por los que se deben regir las políticas y prácticas retributivas: riesgo, largo plazo, sustentabilidad, idoneidad, control, supervisión, transparencia e independencia.

El problema de fondo es tan sencillo como comprender el conflicto de interés que surge cuando los mismos que perciben la retribución son los mismos que la fijan. Así surge la idea de un Comité. Un Comité de Remuneraciones se encarga de vigilar la retribución de la alta dirección y otros altos cargos para que estén en consonancia con la cultura, los objetivos, la estrategia y el entorno de control de la empresa.

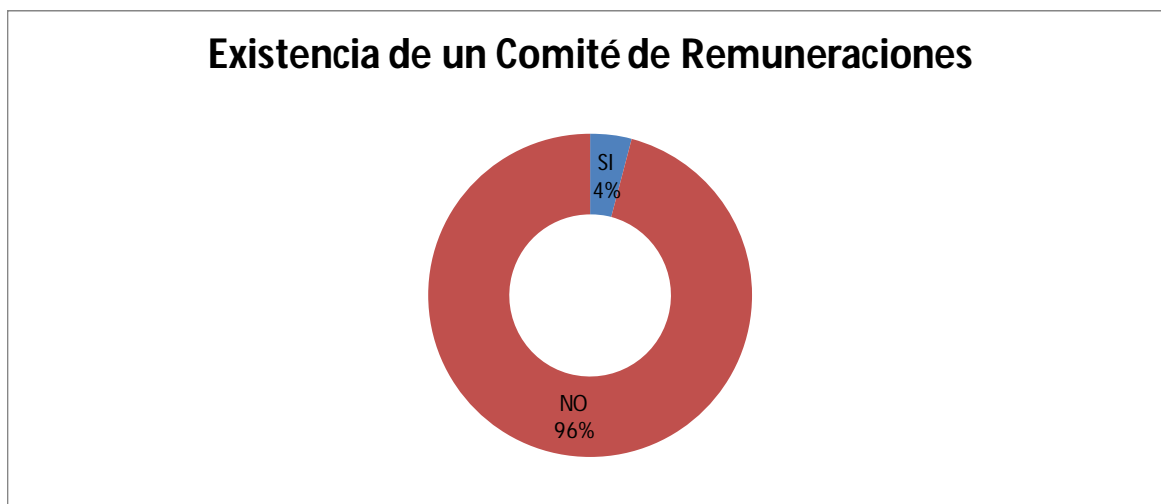
Jensen y Murphy (2004) analizaron lo sucedido en las últimas décadas con relación a la remuneración ejecutiva. Determinaron que un buen diseño de incentivos retributivos es un arma poderosa para enfrentar un problema de agencia. Listaron una serie de recomendaciones para el

Comité de Remuneraciones entre las que se destacan que tal organismo tiene que reflejar en el diseño de los contratos el objetivo, la visión y la estrategia de la empresa, y que también debe tomar control completo del proceso de remuneración, así como de sus políticas y prácticas. Del mismo modo, Olcese Santonja (2005) destaca entre las principales obligaciones de este Comité, la de determinar los objetivos de los esquemas retributivos basados en el rendimiento y la de garantizar que ningún director pueda verse implicado en decisiones relativas a su propia retribución.

Asimismo, la conformación de estructuras de gobierno corporativo en Argentina ha respondido al interés de muchos empresarios de alinearse con las mejores prácticas globales y, en esta tesitura, la creciente incorporación de directores independientes comienza a originar la necesidad de contar con un Comité de Remuneraciones que establezca pautas para la compensación.

Por todo lo expuesto, no es un detalle menor que la CNV establezca como política de buen gobierno corporativo la existencia de un Comité de Remuneraciones. Pero de las veinticinco empresas que comprenden el índice bajo análisis, Banco Francés es la única compañía que decidió implementar un Comité de esta naturaleza.

Analizando este único caso de cumplimiento, se observa que su Comité de Nombramientos y Remuneraciones, configurado como un órgano sin naturaleza ejecutiva, tiene como misión asistir al directorio en cuestiones relativas a las políticas de remuneración y beneficios de la sociedad. Asimismo, es el órgano encargado de fijar las normas y procedimientos inherentes a la selección y capacitación de directores y ejecutivos clave y personal de altos cargos (Informe anual de Responsabilidad Corporativa BBVA Francés, 2014).



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.8. Principio VIII: Fomentar la ética empresarial

“Un hombre sin ética es una bestia salvaje soltada a este mundo”, Albert Camus.

2.1.8.1. Establecimiento de un código de conducta organizacional

Cuando hablamos de un Código de Conducta o un Código de Ética nos referimos a un ordenamiento normativo interno que la organización exige a sus empleados cumplir, que promueve entre sus interlocutores y que orienta su accionar al momento de relacionarse con proveedores, distribuidores, contratistas y clientes (Sturzenegger y Flores Vidal, 2003).

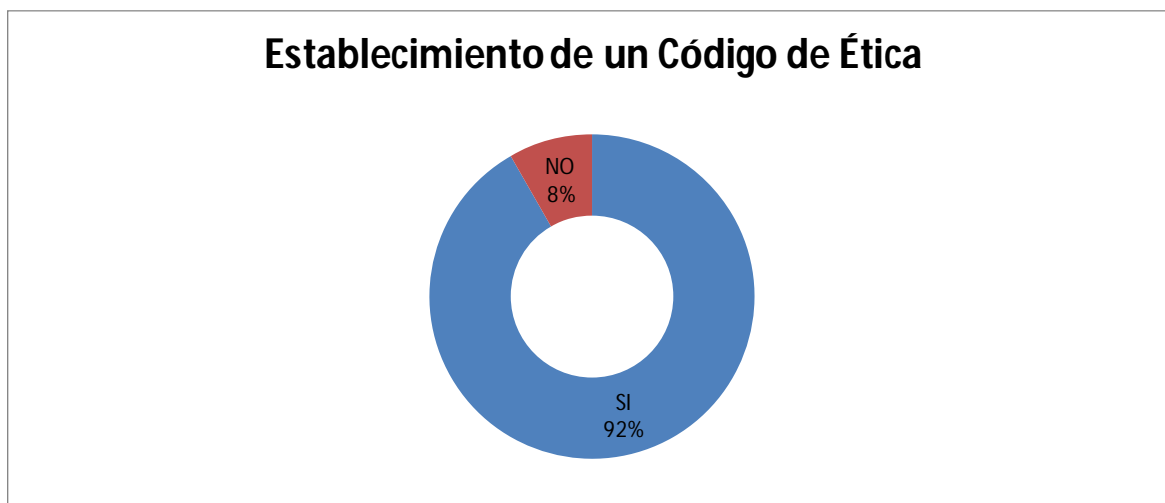
La introducción de políticas de ética empresarial puede obedecer a distintos motivos, de los que dan cuenta diversas fuentes bibliográficas (Molander, 1987 y Brooks, 1989, entre otros). Estos motivos pueden incluirse en las siguientes categorías:

- Proteger a la alta dirección de riesgos y posibles penalizaciones: los altos directivos son, en último término, los responsables de las actuaciones que se lleven a cabo en nombre de la empresa, y así lo reconocen las leyes de la mayoría de países, inclusive en Argentina, que imputan responsabilidad penal a los que tienen la responsabilidad de dirigir o gobernar la empresa.
- Responder a presiones de grupos de interés (*stakeholders*): con frecuencia la sociedad en su conjunto o la comunidad local donde opera la empresa, demandan calidad ética a las actividades empresariales. Lo propio ocurre por parte de empleados, consumidores, sindicatos, grupos ecologistas, etc. La publicación de declaraciones corporativas de valores, códigos de conducta y otras prácticas se erige en una herramienta muy eficaz para dar respuesta a quejas o demandas de los diversos grupos de interés, así como para evitar daños mayores a la empresa.
- Reforzar el cumplimiento de normas prohibitivas: es la voluntad de que todos en la empresa cumplan un conjunto de normas, evitando todo aquello que puede calificarse como delito, así como otras normas de conducta que van más allá de lo estrictamente prohibido por la ley.
- Implantar o mantener un conjunto de valores en la cultura empresarial: este motivo es especialmente importante cuando se descubre la importancia de dirigir tomando como base un conjunto de valores claves compartidos por quienes forman parte de la organización.
- Contribuir al desarrollo de la excelencia humana de los empleados: la calidad ética de la empresa depende, en último término, de la calidad humana de quienes la integran y esto exige no sólo asumir valores empresariales, sino auténticos valores humanos y

convertirlos en un hábito de conducta. En la medida en que las políticas de ética empresarial puedan favorecer el desarrollo de la excelencia humana, ése será también un motivo para su implantación.

No obstante lo mencionado, a los Códigos de Conducta se les suele cuestionar que no pueden abarcar todos los problemas éticos que se presentan, que en ocasiones se presentan conflictos para los cuales el Código no alcanza y se pueden requerir decisiones prudenciales, que la calidad de los Códigos muchas veces depende de la pericia de sus autores y que el cumplimiento de los Códigos no es suficiente para mejorar a las personas.

En la Argentina de hoy, y a pesar de la importancia de este tipo de ordenamiento, aún hay dos compañías del índice Merval25 (Aluar y Celulosa Argentina) que no han elaborado su propio Código de Ética.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.8.2. Implementación de mecanismos para recibir denuncias de conductas ilícitas o contrarias a la ética organizacional

El establecimiento de canales de denuncias internas en las empresas, también conocidos como sistemas de “*whistleblowing*”, es una práctica que tiene su origen en los países anglosajones y que consiste en la creación de cauces dentro de las compañías por los que resulte posible denunciar internamente irregularidades e infracciones legales y normativas cometidas en el seno de la empresa o en su ámbito de actuación.

En general, un sistema de esta naturaleza, correctamente implementado, pone a disposición de los denunciantes la mayor cantidad de medios posibles para facilitarles a los mismos la realización de los reportes. Los medios más comunes que se ofrecen son: líneas telefónicas

(cobro revertido), mail, internet, fax y correo. Las líneas de reportes más efectivas están activas las 24 horas al día, los 365 días al año, ya que se estima que alrededor del 50% de los contactos para denunciar un evento se realizan fuera del horario habitual de oficina.

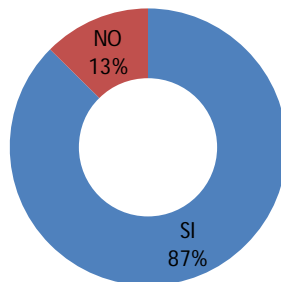
Cualquier herramienta de canalización y tratamiento de denuncias anónimas apunta a prevenir, detectar y disuadir los abusos y el fraude ocupacional, entendido este último como la utilización de la posición laboral para beneficio personal a través de la indebida utilización de los recursos de la organización. Siempre se caracteriza por ser un accionar clandestino y, además, violar la obligación fiduciaria del empleado (Gámiz, 2014).

El aspecto clave de un sistema de reporte de irregularidades recae en garantizar la protección de la confidencialidad de quienes participan anónimamente, pero a la vez obtener información de calidad para la organización y para abordar el fraude. Vale en este punto aportar la opinión de Maiola (2013) cuando concluye que la forma más simple, económica y sustentable de mejorar controles internos y evitar la comisión de fraudes es disponer de un sistema de gobierno corporativo robusto, que a través de mecanismos como el de la denuncia anónima, disuada y minimice la exposición al fraude. Comparto aquella opinión y sostengo que mejorar la calidad del gobierno corporativo significa reducir el costo del capital para las empresas porque se fomenta la confianza, que es el elemento que nutre todos los mercados.

La *Association of Certified Fraud Examiners* (ACFE), en su “*Report to the Nation 2004*”, afirma que las empresas que cuentan con líneas de reporte de irregularidades correctamente implementadas reducen los costos por fraude en un cincuenta por ciento (Ghirardotti, 2006). El reporte también señala que este mecanismo se ha convertido en la más efectiva herramienta de prevención y detección de irregularidades por encima del control interno y la auditoría interna.

En Argentina aún carecemos de una regulación que imponga para cierta clase de empresas la implementación de canales de denuncias, pero CNV, con buen criterio, ya recomienda su establecimiento en las grandes compañías dentro de sus pautas de buen gobierno societario. La misma CNV inclusive destaca lo imprescindible que resulta que el evento pueda tratarse de un modo confidencial para proteger al denunciante. Según datos relevados al 31 de diciembre de 2014, aún hay tres compañías del índice Merval25 que no han implementado este valioso mecanismo para la detección y abordaje de conductas ilícitas.

Implementación de mecanismos para recibir denuncias



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

2.1.9. Principio IX: Profundizar el alcance del Código

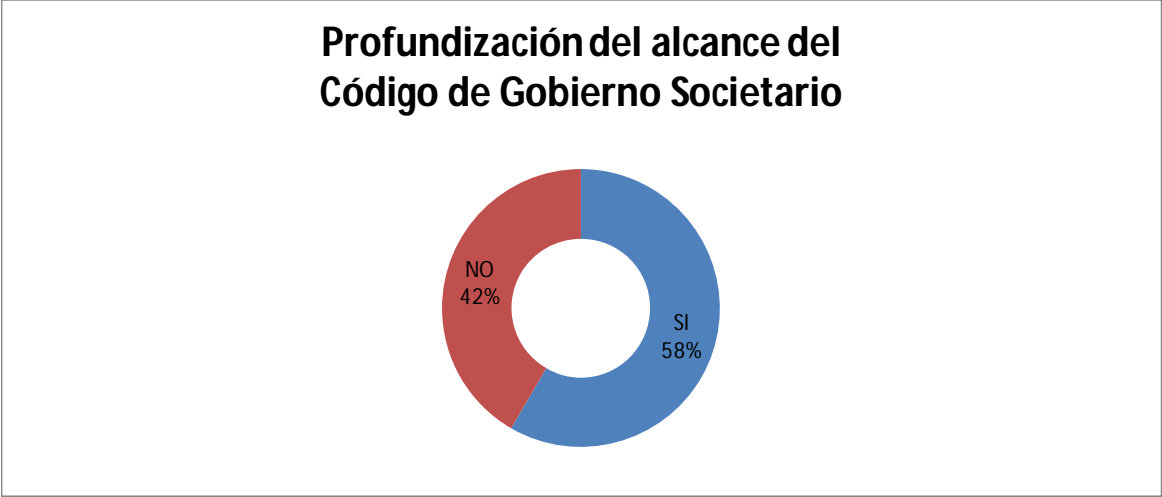
“Las grandes obras son hechas no con la fuerza, sino con la perseverancia”, Samuel Johnson.

2.1.9.1. Fomento del alcance del Código de Gobierno Societario

Para profundizar el alcance del Código y sus buenas prácticas, CNV considera recomendable la inclusión de esta normativa en el Estatuto Social de cada compañía, detallando las responsabilidades generales y específicas del órgano de administración.

A favor de esta postura se ubica Apreda (2011), cuando argumenta que una construcción adecuada para mejorar el gobierno corporativo es el Estatuto de Gobierno, asimilándolo a un dispositivo constitucional dentro de la empresa, una ley de hecho, vinculando principios y prácticas en un documento de observancia obligatoria por parte de accionistas, directores y gerentes.

Pese a la recomendación formulada respecto de la inclusión de principios de gobierno corporativo en el Estatuto Social, es posible sostener que casi la mitad de las compañías no han valorado apropiadamente la importancia de profundizar el alcance del Código. En reiteradas ocasiones, las empresas dan como respuesta que el Estatuto Social ya cuenta con ciertas previsiones en lo atinente a gobierno societario y que, por ello, la Sociedad no considera necesario incluir en forma expresa y específica las recomendaciones del Código de Gobierno Societario en el Estatuto Social.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

Capítulo III: Elaboración del Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC). Análisis particular y sectorial.

3.1. Elaboración del índice. Ponderación de principios.

En forma previa al relevamiento de los códigos de gobierno societario presentados por las empresas, se resolvió ponderar cada uno de los nueve principios, que componen tal código de buenas prácticas en Argentina.

Con esta finalidad se consultó a cuarenta especialistas, tanto locales como internacionales y se les solicitó que tengan a bien destacar los tres principios que consideraran más relevantes respecto de los nueve principios que componen el código.

A la hora de seleccionar el panel de referentes se valoró la idoneidad y la heterogeneidad del grupo. Para cumplir con la primera premisa, la consulta se limitó a autores que hubieran realizado valiosas contribuciones en la materia. Prueba de ello es que la mayoría de los consultados tiene alguna referencia bibliográfica en el presente trabajo. En cuanto al segundo objetivo, se buscó obtener variadas opiniones desde diversos países del globo y con realidades distintas entre sí. Incluso se contactó a gente del ámbito privado y también público, para garantizar la presencia de todas las voces, a sabiendas de que el profesional que desenvuelve su actividad en el sector privado iba a tender a priorizar el interés particular del accionista mientras que el especialista que hubiera optado por la labor pública iba a pensar como factor determinante en el vínculo con la comunidad.

El panel finalmente estuvo compuesto por expertos de Argentina, a los que también se sumaron especialistas de toda Latinoamérica (Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela). Adicionalmente, se contactó también a expertos de España, país que en cuestión de gobierno corporativo ha recorrido un camino aún mayor que los latinoamericanos y que cuenta con un mercado accionario de mayor volumen y, por ende, con mayor necesidad de reglas claras en esta materia. El amplio abanico de opiniones dio una visión mucho más completa al análisis y sirvió para alcanzar un resultado realmente enriquecedor. La cantidad de participantes de la consulta, así como la variedad y la trayectoria de los mismos permitieron ponderar el índice en base a argumentos sólidos, fruto del consenso doctrinario.

A continuación, se muestra un cuadro con los participantes de la consulta, su nacionalidad y los principios escogidos dentro de los establecidos en el Código de Gobierno Societario argentino. Debajo del cuadro, se incluye una breve descripción de la trayectoria de los especialistas que participaron en la convocatoria.

Ref.	Especialista	País	Principios del Código de Gobierno Societario Argentino								
			Transparencia en relaciones de la emisora	Administración y supervisión	Administración del riesgo	Auditorías independientes	Respeto por derechos de accionistas	Vínculo responsable con la comunidad	Remuneración justa y responsable	Fomento de ética empresarial	Profundización en el alcance del código
1	Jesús ALFARO AGUILA-REAL	España		x		x	x				
2	Xavier ANGRILL	España		x	x		x				
3	Mónica ARANDA	Argentina			x	x			x		
4	Antonio ARGANDOÑA	España		x			x			x	
5	Ernesto BARUGEL	Argentina		x	x	x					
6	Ricardo BEBCZUK	Argentina	x	x		x					
7	Cosme Juan Carlos BELMONTE	Argentina	x				x			x	
8	Carlos BARSALLO	Panamá	x	x			x				
9	Guadalupe BRIANO TURRENT	México	x		x					x	
10	Julio BRITOS	Paraguay	x		x		x				
11	Alejandro CARRERA	Argentina		x	x						x
12	Javier Martín CAVANNA	España	x		x	x					
13	Luis Eugenio DE GARATE PÉREZ	México	x	x	x						
14	Alfredo ENRIONE	Chile		x		x	x				
15	Héctor FERREIRA T.	Uruguay		x	x					x	
16	Santiago GALLICHIO	Argentina		x			x	x			
17	Urbi GARAY	Venezuela	x			x	x				
18	Andrea GROBOCOPATEL	Argentina			x		x			x	
19	María GUTIÉRREZ URTIAG	España	x			x	x				
20	Guillermo JORGE	Argentina	x	x	x						
21	Laura LAVIA HAIDEMPERGHER	Argentina	x	x		x					
22	Dieter LINNEBERG	Chile	x	x			x				
23	Félix LOPEZ ITURRIAGA	España			x	x	x				
24	Rodrigo LUCHINSKY	Argentina	x			x	x				
25	Wilson MARIÑO TAMAYO	Ecuador	x	x				x			
26	Edgar Otoniel MARTINEZ	El Salvador	x		x					x	
27	Claudio AVANIAN JACOB	Brasil	x	x			x				
28	Oscar MAIOLA	Argentina	x		x			x			
29	Jorge MANTIÑAN	Argentina		x	x					x	
30	Clermont MUÑOZ	Ecuador	x			x	x				
31	Juan Javier NEGRI	Argentina	x	x			x				
32	Elena PÉREZ CARRILLO	España	x				x	x			
33	Eduardo M. RIBEIRO GOMES	Brasil	x			x	x				
34	Lilian ROCCA CARVAJAL	Perú		x	x		x				
35	Carlos ROZEN	Argentina					x	x		x	
36	Edgardo SANGUINETI	Argentina		x			x			x	
37	Edgar SUAREZ ORTIZ	Colombia	x	x	x						
38	Antonio TRUAN LAKA	España	x	x		x					
39	Hernán VISCARRA VARGAS	Bolivia	x	x		x					
40	Teodoro WIGODSKI	Chile			x		x	x			
SUMATORIA			24	23	18	15	23	6	1	9	1
PERCENTILES			20%	19%	15%	13%	19%	5%	1%	8%	1%

Fuente: elaboración propia en base a respuestas de encuestados.

- 1) Doctor en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid. Profesor visitante en las Universidades de Chicago y de Heidelberg. Redactor en diario El País de España. Miembro de ECGI (European Corporate Governance Institute).
- 2) Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Ramón Llull. Profesor universitario en ESADE. Socio en de Governance, Risk y Compliance en Estudio Deloitte en Barcelona. Su ámbito de especialización es la mejora de modelos de Gobierno Corporativo.
- 3) Contadora y Doctora en Gobierno y Cultura de las Organizaciones por la Universidad de Navarra. Autora de diversos artículos sobre la materia.
- 4) Abogado docente e investigador. Catedrático de derecho mercantil desde 1995. Miembro del ilustre Colegio de Abogados de Madrid. Especialista en derecho mercantil y societario. Redactor en diario "El País" de España.

- 5) Licenciado en Administración por la Universidad de Buenos Aires y Doctor en Finanzas por la Universidad del CEMA. Profesor de Finanzas Corporativas en la Universidad del CEMA. Fue director de la compañía Barugel-Azulay durante 27 años. Actualmente es consultor de empresas.
- 6) Licenciado en Economía y Ph. D. en Economía por la Universidad de Illinois. Profesor en Universidad del CEMA y Universidad de la Plata. Investigador del CONICET. Columnista en periódicos nacionales.
- 7) Contador público egresado de la Universidad de Buenos Aires. Fue superintendente de Entidades Financieras y Cambiarias del Banco Central de la República Argentina. También fue presidente del Comité de Auditores de la Federación Latinoamericana de Bancos. Actualmente es presidente del Instituto de Auditores Internos de Argentina.
- 8) Master en Derecho por la Universidad de Pennsylvania y Master en Derecho Comercial por la Universidad de París. Fue Comisionado Presidente de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Actualmente es socio de Riesgo, Ética e Independencia en estudio Deloitte en Panamá, director del Instituto de Gobierno Corporativo en aquel país y forma parte del Foro Mundial de Gobierno Corporativo en el Banco Mundial.
- 9) Doctora en Contabilidad y Auditoría. Investigadora en gobierno corporativo. Ganadora del primer premio de investigación financiera IMEF-EY gracias a su trabajo sobre gobierno corporativo “La influencia de la composición del consejo y la estructura accionaria en la transparencia sobre gobierno corporativo”.
- 10) Economista. Master en Negocio Bancario por la Universidad de Alcalá en España. Director de Estudios Económicos y Análisis Financieros de la Comisión Nacional de Valores de Paraguay.
- 11) Ingeniero industrial por la Universidad de Buenos Aires y Profesor del área académica Política de Empresa. Master en Economía y Dirección de Empresas y también Doctor en Dirección de Empresas por el Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE), Universidad de Navarra. Es miembro del Consejo de Dirección de IAE Business School y Director de la Cátedra PricewaterhouseCoopers (PwC) de Gobierno de las Organizaciones en la misma casa de estudios. Es profesor visitante en diversas Escuelas de Negocios de Latinoamérica.
- 12) Abogado por la Universidad de Navarra y diplomado en Perspectiva Estratégica por la Universidad de Harvard. Profesor de Responsabilidad Social Corporativa en IESE Business School. Autor de diversas publicaciones en la materia. Actualmente es director de la Fundación Compromiso y Transparencia en España.
- 13) Contador Público y Doctor en Filosofía. Profesor de Economía en la Universidad de Nuevo León. Ex consultor del Banco Mundial y Director de Gobierno Corporativo y Política de Empresa en el Grupo Protexa. Autor de diversos artículos en la materia.
- 14) Ingeniero civil industrial y Master en Ingeniería por la Universidad Católica de Chile. Doctor en Economía y Dirección de Empresas por el IESE, Universidad de Navarra. Es profesor titular del ESE, Escuela de Negocios de la Universidad de los Andes, donde lidera la cátedra PwC de Gobierno Corporativo.
- 15) Master en Derecho por la Universidad de California. Profesor de Derecho Comercial en la Universidad Católica del Uruguay. Autor de diversas publicaciones en la materia.
- 16) Licenciado en Economía en la Universidad de Buenos Aires y Magister en Economía en la Universidad del CEMA. Fue profesor de la materia Ética de los Negocios en la Universidad de Buenos Aires. Actualmente es presidente de IGEP (Instituto de Gobernanza Empresarial y Pública), donde dicta clases de gobierno corporativo.

- 17) Ph. D. en Finanzas por la Universidad de Massachussets y Master en Economía Internacional y Desarrollo por la Universidad de Yale. Profesor del Centro de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de Administración de Caracas. Investigador asociado del Institute for Global Asset and Risk Management de Massachussets (INGARM).
- 18) Licenciada en Economía por la Universidad de Buenos Aires. Es fundadora del grupo Los Grobo. Fue vicepresidente de la fundación Premio Nacional a la Calidad. Es miembro del Instituto Argentino de Gobierno Corporativo (IAGO). Es conferencista internacional en el tema de gobierno de las organizaciones.
- 19) Doctora en Economía por la Universidad Complutense y Master en Economía y Finanzas. Profesora titular de Economía en la Universidad Carlos III de Madrid. Investigadora asociada del European Corporate Governance Institute (ECGI). Miembro del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España.
- 20) Abogado por la Universidad de Buenos Aires (magna cum laude) con posgrado en la Universidad de Harvard. Profesor en la Universidad de San Andrés. Director de programas de investigación contra la corrupción. Asesor estatal en materia de gobierno corporativo.
- 21) Abogada por la Universidad de Buenos Aires con especialización en Asesoría Jurídica de Empresas. Docente en la Universidad de Buenos Aires. Es directora de la Comisión de Estudios en la Asociación Argentina de Ética y Compliance.
- 22) Ingeniero Comercial por la Universidad de Chile y Ph.D. por la Universidad de Louvain. Fue asesor de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Actualmente es director ejecutivo del Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile.
- 23) Ph. D. en Administración de Empresas por la Universidad de Valladolid. Profesor de Gobierno Corporativo en esta misma casa de estudios. Profesor visitante en numerosas universidades de Europa. Autor de diversos artículos en la materia.
- 24) Abogado por la Universidad de Buenos Aires y Doctor en Derecho por la Universidad de Columbia. Ex asesor legal del Directorio de la Comisión Nacional de Valores. Autor del libro “El sistema de gobierno societario. Corporate Governance en el Derecho Argentino”.
- 25) Ingeniero comercial y Master en Administración de Empresas del Tecnológico de Monterrey. Conferencista internacional sobre temas de gobierno corporativo.
- 26) Contador público. Miembro del consejo directivo de Fedecaces (Federación de Asociaciones Cooperativas de Ahorro y Crédito de El Salvador). Autor de diversas publicaciones en la materia.
- 27) Licenciado en Economía y Ph.D. en Economía por la Universidad Estadual de Campinas. Ex oficial de Relaciones con Inversores y Análisis de Mercado. Actualmente es director de Clientes y Desarrollo de Mercados en BOVESPA.
- 28) Contador Público por la Universidad de Buenos Aires. Doctor en Filosofía por la Universidad de Buenos Aires. Auditor certificado por el Instituto de Auditores Internos de los Estados Unidos. Fundador y titular de Risk and Fraud Prevention. Presidente del Comité de Auditoría y Fraude del Instituto de Auditores Internos de Argentina.
- 29) Contador público. Cuenta con 40 años de experiencia en auditoría interna en grandes organizaciones. Presidente de ACFE (Association of Certified Fraud Examiners Argentina). Actualmente es director del

IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo). También es consultor en materia de estrategia y operaciones.

- 30) Ingeniero electrónico. Master en Administración de Empresas en ESPAE-ESPOL. Profesor de gobierno corporativo. Asesor del Ministerio de Relaciones Exteriores de Ecuador.
- 31) Abogado. Master en Derecho Comparado por la Universidad de Illinois. Presidente de Juan Minetti S.A. Prosecretario General de la Fundación Konex. Ha sido elegido uno de los tres mejores abogados argentinos en Corporate Governance por Law Business Research de Londres. Profesor en la Universidad Austral y Di Tella. Obtuvo el premio Abogacía Argentina otorgado por la Federación de Colegios de Abogados. Socio fundador del Instituto para el Gobierno Corporativo en la Argentina (IAGO).
- 32) Abogada con Maestría en Derecho. Profesora de Derecho Mercantil en la Universidad de Compostela. Ex profesora de la Universidad de Valladolid y London School of Economics. Autora de numerosos artículos en la materia. Miembro del European Corporate Governance Institute (ECGI).
- 33) Abogado. Director de la Oficina de Asuntos Internacionales de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil. Miembro de IOSCO (International Organization of Securities Commissions).
- 34) Abogada. Master en Relaciones Internacionales por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ex consultora externa del Fondo Monetario Internacional. Profesora en la Universidad San Ignacio de Loyola. Actualmente es Superintendente del Mercado de Valores de Perú.
- 35) Contador Público por la Universidad de Buenos Aires. Socio de BDO Argentina. Auditor líder por el Instituto de Tecnología de Georgia. Socio fundador de IGEP (Instituto de Gobernanza Empresarial y Pública). Fue director de calidad en normativa SOX en su implementación en PEMEX (México). Es Presidente de AAEC (Asociación Argentina de Ética y Compliance). También es Director del Programa Internacional de Certificación en Ética y Compliance en la Universidad del CEMA. Profesor en diversas universidades y conferencista en más de 50 congresos internacionales de auditoría interna.
- 36) Contador Público, Licenciado en Administración y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Buenos Aires (UBA). Asesor de diversos comités de auditoría de compañías cotizantes en Argentina. Es profesor en el Doctorado en Ciencias Económicas de la UBA. Autor de diversos trabajos sobre management y gobierno corporativo.
- 37) Abogado Socio-Economista de Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá (PUJB). MBA de la Universidad Francisco de Vitoria en Madrid. Master en Ciencias de Negocios de Swiss Business School. Profesor de la cátedra “Integridad y Gobierno Corporativo” de la PUJB. Actualmente es consultor en temas de Derecho Corporativo.
- 38) Abogado por la Universidad de Deusto, Bilbao. Desarrolló una extensa carrera laboral en el área de auditoría de empresas financieras españolas. Actualmente es director de Tenth Corporate Services en Madrid, una firma especializada en el asesoramiento en materia de gobierno corporativo. También es miembro del European Corporate Governance Institute (ECGI).
- 39) Ingeniero Comercial. Master en análisis financiero por la Universidad Carlos III de Madrid. Director de Sociedades Anónimas. Ex vicepresidente del Directorio de la Bolsa Boliviana de Valores.
- 40) Ingeniero civil industrial con distinción máxima por la Universidad de Chile. Magister en Derecho de Empresa por la Universidad Católica de Chile. Magister en Economía Aplicada por la Universidad de Georgetown. Cuenta con un postítulo en Yale School Management International Institute Corporate Governance. Es profesor en materia de gobierno corporativo y conferencista internacional.

3.1.1. Ejemplo de elaboración del Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC) por emisora.

A continuación, se presenta un armado ejemplificativo, en base a las respuestas de una emisora indeterminada, al solo efecto de exponer un modelo de puntuación.

Como se detalló anteriormente, de las respuestas obtenidas mediante la encuesta realizada surge la ponderación de la valoración de los nueve principios del código, y de las respuestas de cada emisora surge la puntuación para cada principio.

En el ejemplo veremos que, a pesar de que la empresa, en términos globales, alcanza solo 76 puntos sobre 154 posibles (esto es menos de la mitad del total), por la ponderación de los principios culmina obteniendo un índice de 77 puntos sobre 100 (77/100), puesto que logra un buen cumplimiento de los principios más valorados en la opinión del panel de especialistas nacionales e internacionales consultado.

PRINCIPIO	PONDERACIÓN DE PRINCIPIOS	AFIRMACIONES BAJO ANÁLISIS	CANTIDAD DE PRINCIPIOS SEGÚN GRADO DE CUMPLIMIENTO			SUMA DE PUNTOS			PUNTOS OBTENIDOS	PUNTOS POSIBLES	PUNTAJE PONDERADO
			TOTAL	PARCIAL	INCUMPL.	TOTAL	PARCIAL	INCUMPL.			
PRINCIPIO I: TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS	20%	3	3	-	-	6	-	-	6	6	20,0
PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA	19%	35	8	11	16	16	11	-	27	70	7,4
PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL	15%	5	5	-	-	10	-	-	10	10	15,0
PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES	13%	4	4	-	-	8	-	-	8	8	12,5
PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS	19%	12	7	1	4	14	1	-	15	24	12,0
PRINCIPIO VI. MANTENER UN VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA	5%	2	1	-	1	2	-	-	2	4	2,5
PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE	1%	12	1	-	11	2	-	-	2	24	0,1
PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL	8%	3	3	-	-	6	-	-	6	6	7,5
PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO	1%	1	-	-	1	-	-	-	0	2	0,0
	100%	77							76	154	77

Fuente: elaboración propia.

Referencias de las columnas del cuadro:

- Principio: cita textualmente cada uno de los 9 principios de buen gobierno societario según Resolución General N° 606 del año 2012 de CNV, los cuales se desagregan en un total de 77 afirmaciones. Las afirmaciones componentes de un mismo principio tendrán igual valoración.
- Ponderación de principios: surge de la valoración que realizaron respecto de cada principio los referentes del tema, en el marco de la encuesta desarrollada.
- Afirmaciones bajo análisis: representan la cantidad de ítems que componen cada principio, también según la resolución general antes citada.
- Cantidad de principios según grado de cumplimiento: expone la cantidad de principios que son cumplidos plenamente (a los fines de la elaboración del índice, se otorgan 2 puntos), cumplidos parcialmente (1 punto) o incumplidos (0 punto).
- Suma de puntos: calcula el producto entre las calificaciones antes detalladas (las cuales van desde 0 a 2 puntos) por la cantidad de afirmaciones respondidas en cada categoría.
- Puntos obtenidos: es simplemente la suma por principio de las multiplicaciones desarrolladas en el ítem anterior.
- Puntos posibles: muestra el puntaje máximo que una empresa podría obtener por cada principio, calculado otorgando 2 puntos por cada afirmación componente del mismo.
- Puntaje ponderado: realiza el cociente de los puntos obtenidos sobre el total de puntos posibles, multiplicándolo luego por el porcentaje de ponderación que representa ese principio sobre el total.

3.1.2. Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC)

Orden	Sociedad	ICGC
1	BBVA Banco Francés	99,0
2	Banco Santander Río	97,5
3	Banco Macro	97,3
4	YPF	85,6
5	Tenaris	81,8
6	Pampa Energía	77,7
7	Petrolera Pampa	77,7
8	Edenor	76,5
9	Siderar	76,3
10	Telecom	76,3
11	Transportadora de Gas del Sur	75,8
12	Central Puerto	75,5
13	Grupo Financiero Galicia	75,4
14	Petrobras Argentina	73,6
15	Transener	73,2
16	Solvay Indupa	69,6
17	Celulosa	68,2
18	Comercial del Plata	68,1
19	Banco Hipotecario	67,6
20	Endesa Costanera	65,7
21	Transportadora de Gas del Norte	65,4
22	Aluar	63,7
23	Molinos Río de la Plata	57,4
24	Mirgor	54,0
25	Petróleo Brasileiro	s/d

Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25.

3.2. Análisis particular y sectorial

En este punto se estudian las empresas componentes del índice Merval25 entre sí. Se trabaja con el Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC) elaborado por sector e incluso también se analizan casos en particular.

3.2.1. Las entidades financieras, merced a regulaciones adicionales, suelen tener mejor cumplimiento de las prácticas de gobierno societario

El siguiente cuadro muestra el grado de cumplimiento del código de gobierno societario por principio y por sector económico.

Principio	Descripción	Sector económico						
		Energía	Entidades financieras	Industrias en general	Petroleras	Metalmecánicas	Telecomunicaciones	Holding
1	Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	20	20	18	20	20	20	20
2	Sentir las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	8	14	8	12	8	8	10
3	Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial	11	14	9	14	14	15	11
4	Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes	11	12	10	10	11	9	11
5	Respetar los derechos de los accionistas	11	15	9	14	12	10	12
6	Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	4	4	3	4	3	5	3
7	Remunerar de forma justa y responsable	0	0	-	0	-	0	-
8	Fomentar la ética empresarial	8	8	5	8	5	8	1
9	Profundizar el alcance del código	0	0	0	1	0	1	1
INDICE DE CUMPLIMIENTO		73	87	62	82	74	76	68

Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25.

En el cuadro se destacan con color rosado los puntos en los que el valor logrado es inferior al promedio y con color verde los guarismos superiores a la media de la recomendación.

Es dable destacar como las compañías financieras, con cinco entidades dentro del Merval25, se transforman en el rubro con mejor cumplimiento de las prácticas de buen gobierno. Las primeras tres compañías en la tabla de cumplimiento son entidades financieras: Banco Francés, Banco Santander Río y Banco Macro, todas ellas con resultados que superan los 97 puntos sobre 100 posibles.

Una de las causas de esta notable performance es que las entidades financieras en el país se enfrentan a un marco normativo más amplio, debiendo observar prerrogativas adicionales en términos de gobernanza. Con la sanción de la comunicación “A” 5201 en mayo de 2011

“Lineamientos para el gobierno societario de entidades financieras”, el sistema financiero nacional se ordenó a los modelos requeridos por la comunidad financiera internacional. Esta comunicación instauró un cuerpo normativo fundamentado en los documentos del Comité de Basilea, con el espíritu de marcar un rumbo de acercamiento a estándares internacionales aceptados en los grandes mercados financieros globales. La presente regulación, además de instar a las entidades financieras a adoptar medidas que aseguren un buen gobierno por parte de sus directores y la alta gerencia, también busca que se monitoree el perfil de riesgo de la entidad. Este hecho consolida el status vanguardista del sector financiero en lo que hace a aplicación de estándares de responsabilidad social y gobierno corporativo, además de estar extendida la adhesión al Código de Buenas Prácticas Bancarias.

Como se ha mencionado más arriba, el conjunto de principios y normas para el gobierno societario están destinadas a cumplir el papel de tutor de la responsabilidad de los hombres de negocios, es decir, de los administradores. Tanta agua ha corrido bajo el puente que, al parecer, se necesita refrescar la importancia de los principios elementales de un buen hombre de negocios, de adecuada, satisfactoria y eficiente gestión, de la veracidad y no opacidad, etc. Un gobierno societario defectuoso trae consigo probabilidades de escenarios de crisis, reestructuraciones, liquidaciones y/o la quiebra con los efectos negativos y contagiosos que eso conlleva para la economía toda y para el ahorrista en particular (con el retiro masivo de fondos). Es así que la evidencia empírica gestada luego de muchas crisis internacionales demuestra esta necesidad de regulaciones adicionales a los estándares. Y la historia reciente a nivel doméstico, con la crisis del año 2001 y su correlato financiero, refuerzan aún más esta tesis. También es claro como la debilidad que pueda presentar el sistema financiero de un país, puede resultar en una amenaza para el sistema financiero global (solo basta recordar la “crisis de las hipotecas” en Estados Unidos en 2008 o la más actual “crisis griega” con fuertes coletazos hacia el sistema bancario). Con todo, es evidente que los bancos tienen una posición muy dominante en los sistemas financieros en economías en desarrollo y son los principales depositarios de los ahorros de las personas. Por eso no es antojadizo ni casual, sino que muy por el contrario, es una medida sana y necesaria para nuestro sistema financiero, la emisión de normativa específica para este tipo de entidades, pues refuerza la prudencia en la conducción de un negocio con alto riesgo de descalce y alto *leverage*.

Con buen tino, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) tomó nota de esta problemática y emitió la norma de referencia, a sabiendas de que una buena gobernanza en las entidades financieras es vital para el desarrollo de un sistema financiero eficaz, sano y solvente. Se trata de un negocio cuyo pilar fundamental es la confianza, como lo demuestra la actividad

bancaria desde sus propios orígenes. Y un buen régimen de gobernanza en entidades financieras ayuda a lograr una utilización de su capital más eficaz, la consideración de los intereses de los *stakeholders* y que el directorio se haga cargo de su responsabilidad en la toma de decisiones de gobierno con la entidad, sus depositantes y sus accionistas. En síntesis, y siguiendo a Melle Hernández (2012), las actuales y futuras crisis del sistema financiero se originan en fallas del gobierno corporativo, por ende, es trascendental asegurar buenas prácticas de gobierno corporativo en entidades financieras. Es que en el sistema financiero el buen gobierno resulta crucial por su papel preminente en el crecimiento de la economía productiva y la generación de empleo. En palabras de Caruana (2011), “un banco puede usar los instrumentos de medición (del riesgo) más sofisticados del mundo, pero si está deficientemente gobernado será vulnerable a las debilidades financieras y operativas”.

En el caso de las entidades financieras, el problema de agencia (comentado *ut supra*) es estructuralmente diferente de aquel que se puede encontrar en otro tipo de firmas. Siguiendo a Ciancanelli y Reyes González (2000), es posible plantear que la regulación adicional que tienen las entidades financieras altera los parámetros de la relación de agencia introduciendo una tercera parte: el regulador. Ello crea asimetrías de información, no solo entre propietarios y gerentes sino también entre depositantes, banco y regulador; entre los propietarios, gerentes y el regulador y entre prestatarios, gerentes y el regulador.

Vale resaltar que la normativa que impone el código de gobierno societario ad hoc de entidades financieras (Código de Buenas Prácticas Bancarias) resulta innovadora, estableciendo patrones para los procesos de gestión de los riesgos que enfrenta una entidad de esta naturaleza, haciendo foco en el negocio bancario, la procedencia de su fondeo, el costo de capital, la intermediación, el crédito y el funcionamiento adecuado del sistema de medios de pagos (Lanús Ocampo, 2001). En este sentido, la norma plantea la existencia de cuatro comités dentro cada entidad financiera, que se agregan a otros específicos en virtud de otros requisitos normativos del BCRA:

- Comité de gestión de riesgos: para el seguimiento de la gestión de los riesgos de crédito, de mercado, de liquidez y/o de activos y pasivos, operacional, de cumplimiento y de reputación, entre otros, y asesoramiento al directorio sobre los riesgos propios de la entidad,
- Comité de incentivos al personal: para la definición del sistema de incentivos económicos al personal consistente con la cultura, objetivos, negocios a largo plazo, estrategia y entorno de control de la entidad, conforme a la política de la entidad,
- Comité de gobierno societario: para la evaluación de la gestión del Directorio, y la renovación y sustitución de la Alta Gerencia,

- Comité de ética y cumplimiento: para la promoción de la toma de decisiones apropiadas y el cumplimiento de las regulaciones internas y externas.

En función de lo expuesto, se observa claramente la complejidad que reviste la actividad bancaria y la especial atención que debe prestar el regulador en la materia. Siguiendo a Chisari y Ferro (2012), es posible sostener que la regulación debe representar el interés público. Mientras que en una firma no bancaria el interés público se resguarda con un gobierno corporativo que salvaguarde los intereses de los accionistas, en una entidad financiera se impone una forma de gobierno externo sobre el agente. El siguiente es un ejemplo claro de esta idea. Es muy probable que un gerente de banco procure obtener retornos elevados tomando mucho riesgo en los préstamos. En ese caso, los beneficios del banco podrán ser muy altos, pero si los riesgos resultan en un potencial de quiebra y la bancarrota se extiende a muchos bancos, deberá intervenir el Estado para acudir al salvataje de estas entidades privadas. Es por esta razón que la bancaria-financiera es una actividad que necesariamente debe tener regulaciones adicionales.

3.2.2. La participación estatal y el buen gobierno corporativo

En el cuadro a continuación se detalla el porcentaje de participación estatal (al 31 de diciembre de 2014) en las empresas componentes del índice Merval25.

Compañía	Participación
YPF	51%
Banco Macro	31%
Edenor	27%
Siderar	26%
Telecom	25%
Pampa Energía	23%
Transportadora de Gas del Sur	23%
Mirgor	22%
Grupo Financiero Galicia	20%
Molinos Río de la Plata	20%
Transener	20%
Solvay Indupa	17%
Endesa Costanera	15%
Petrobras Energía	12%
Petroleo Brasileiro - Petrobras	12%
Aluar	9%
BBVA Banco Francés	8%
Banco Hipotecario	5%
Central Puerto	2%
Transportadora de Gas del Norte	1%
Banco Santander Río	0%
Tenaris	0%
Petrolera Pampa	0%
Comercial del Plata	0%
Celulosa	0%

Fuente: página web Fondo Garantía de Sustentabilidad (fgs.anses.gob.ar)

Es claro que la inclusión del Estado como parte en una empresa dota a la misma de características particulares. Por ejemplo, el Estado incorpora intereses sociales muchas veces enfrentados con la maximización del valor de la inversión esperado por el capitalista privado. Iribarne (2015) sostiene que, por estos motivos, la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo se vuelve esencial para la sustentabilidad de este tipo de organizaciones. Más aún, y refiriéndose específicamente al caso de las empresas estatales, Bernal (2012) afirma que todos los participantes de la misma deben asegurar que la empresa se organice y funcione como modelo de excelencia en gobierno corporativo.

La relevancia del caso y la necesidad de un estudio diferenciado del mismo se manifiesta en el último documento emitido por la OCDE, denominado “Directrices de la OCDE sobre el Gobierno Corporativo de las Empresas Públicas”, donde aborda el tema incluso desde una visión internacional, procurando dar respuestas concretas a los dilemas que se pueden suscitar en este tipo de compañías.

El Estado como punto de génesis de la legislación, tiene en sus hombros la responsabilidad de mantener la coherencia entre lo que promulga como correcto y lo que ejecuta en su accionar cotidiano. Asimismo, la exigencia de la comunidad respecto de administraciones serias, éticas y coherentes se manifiesta más fuertemente aún en el caso de empresas con participación pública, es decir, de entidades que en definitiva deben rendir cuentas ante el pueblo.

Como dato saliente se puede mencionar el caso de YPF. Esta empresa en la que el Estado posee el 51% del paquete accionario se ubica en el cuarto lugar del listado que muestra el Índice de Cumplimiento en Gobierno Corporativo (ICGC), solo detrás de las tres entidades financieras mencionadas en el ítem anterior.

En el mismo sentido, en el grupo de las primeras 10 compañías de la tabla de ICGC, si se sumaran los porcentajes de tenencia estatal, se alcanza la cifra de 191%, es decir, un promedio de 19,1% de tenencia accionaria en cada compañía. Por el contrario, si se realiza el mismo análisis respecto de las 10 empresas peor posicionadas se obtiene que la sumatoria de la participación pública en estas compañías asciende al 108%, el equivalente al 10,8% de presencia en cada una de estas entidades.

En un juicio preliminar, este tipo de relaciones da la idea de que la presencia del Estado en la gestión de las empresas tiende a contribuir a alcanzar un mejor gobierno corporativo. La exigencia para estas empresas de tener una adecuada observancia de los preceptos de gobierno corporativo, también se deriva de la estrecha supervisión a la que son sometidas de parte de organismos como la Sindicatura General de la Nación, el Ministerio de Economía, etc. En

definitiva, la empresa con participación estatal administrará o gestionará bienes públicos, y eso conlleva la necesidad de dotar de mayor eficiencia a su sistema de gobierno corporativo.

3.2.3. Origen del capital y gobierno corporativo

A continuación se presenta la tabla general del índice de cumplimiento en gobierno corporativo, seguidamente del origen de los capitales de cada compañía. A los fines de este último punto se tomó en cuenta a las sociedades controlantes de cada compañía del Merval²⁵, analizando donde están éstas constituidas y, en última instancia, si también son controladas por una ulterior sociedad extranjera.

Entre otras cosas, se observa que las compañías extranjeras, en su conjunto, logran un mejor índice de cumplimiento que el promedio de las nacionales (78,7 versus 72,7, respectivamente). De las cinco compañías con mejor cumplimiento, tres de ellas son de capital extranjero, mientras que respecto de las cinco compañías de peor cumplimiento, cuatro de ellas son de capital nacional.

Orden	Sociedad	ICGC	Origen Capital
1	BBVA Banco Francés	99,0	Extranjero
2	Banco Santander Río	97,5	Extranjero
3	Banco Macro	97,3	Nacional
4	YPF	85,6	Nacional
5	Tenaris	81,8	Extranjero
6	Pampa Energía	77,7	Nacional
7	Petrolera Pampa	77,7	Nacional
8	Edenor	76,5	Nacional
9	Siderar	76,3	Extranjero
10	Telecom	76,3	Extranjero
11	Transportadora de Gas del Sur	75,8	Nacional
12	Central Puerto	75,5	Nacional
13	Grupo Financiero Galicia	75,4	Nacional
14	Petrobras Argentina	73,6	Extranjero
15	Transener	73,2	Nacional
16	Solvay Indupa	69,6	Extranjero
17	Celulosa	68,2	Extranjero
18	Comercial del Plata	68,1	Nacional
19	Banco Hipotecario	67,6	Nacional
20	Endesa Costanera	65,7	Extranjero
21	Transportadora de Gas del Norte	65,4	Nacional
22	Aluar	63,7	Nacional
23	Molinos Río de la Plata	57,4	Nacional
24	Mirgor	54,0	Nacional

Las compañías constituidas en función de capitales extranjeros muestran un mejor cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo. Es de pensar que la superior evolución de las legislaciones comerciales y societarias a nivel europeo, donde están radicadas la mayoría de las sociedades controlantes de las compañías catalogadas como de capital extranjero en Argentina, ha generado que este tipo de entidades tomaran más recaudos en cuanto al respeto por los preceptos esenciales del gobierno corporativo.

3.2.4. Nivel de cumplimiento por sectores de la economía

A continuación se expone el listado de compañías, su principal actividad y la categorización según sector económico.

Sociedad	Actividad (*)	Sector
Aluar	Siderúrgica	Secundario
Banco Hipotecario	Servicios Financieros	Terciario
Banco Macro	Servicios Financieros	Terciario
Banco Santander Río	Servicios Financieros	Terciario
BBVA Banco Francés	Servicios Financieros	Terciario
Celulosa	Fabricación, distribución y venta de productos foresto-industriales	Secundario
Central Puerto	Generación de energía termoeléctrica	Terciario
Comercial del Plata	Holding con presencia en entretenimiento, energía y otros	Terciario
Edenor	Distribución de energía eléctrica	Terciario
Endesa Costanera	Generación de energía termoeléctrica	Terciario
Grupo Financiero Galicia	Servicios Financieros	Terciario
Mirgor	Automotriz - Electrónica - Telefonía	Secundario
Molinos Río de la Plata	Industria alimenticia	Secundario
Pampa Energía	Generación, transmisión y distribución de electricidad	Terciario
Petrobras Argentina	Extracción de petróleo y gas. Producción y venta de combustibles	Primario
Petroleo Brasileiro	Extracción y comercialización de petróleo y sus derivados	Primario
Petrolera Pampa	Exploración, exploración y venta de petróleo y derivados	Primario
Siderar	Siderúrgica	Secundario
Solvay Indupa	Industria electroquímica y petroquímica	Secundario
Telecom	Telecomunicaciones	Terciario
Tenaris	Siderúrgica	Secundario
Transener	Distribución de energía eléctrica	Terciario
Transportadora de Gas del Norte	Transporte de gas natural	Terciario
Transportadora de Gas del Sur	Transporte de gas natural	Terciario
YPF	Exploración, exploración y venta de petróleo y derivados	Primario

Fuente: elaboración propia en base a objetos sociales informados por cada compañía en su Estatuto Social.

(*) En los casos que correspondiera se privilegió la unidad de negocio principal de la compañía para determinar el sector económico al que pertenece.

En función de esta clasificación es posible confeccionar la siguiente tabla de cumplimiento por sector.

Principio	Descripción	Sector económico		
		Primario	Secundario	Terciario
1	Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	20	19	20
2	Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	11	8	11
3	Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial	12	11	12
4	Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes	10	10	11
5	Respetar los derechos de los accionistas	13	10	12
6	Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	4	3	4
7	Remunerar de forma justa y responsable	0	-	0
8	Fomentar la ética empresarial	8	5	7
9	Profundizar el alcance del código	1	0	0
INDICE DE CUMPLIMIENTO		79	67	78

En el cuadro se puede apreciar que el sector primario es el de mejor cumplimiento, seguido muy de cerca por el sector terciario, el cual tiene una notoria disparidad de cumplimiento entre el rubro de servicios financieros y el resto de las actividades del sector, tales como empresas energéticas o holdings.

Lo más llamativo y preocupante de esta clasificación es que el sector industrial o secundario es el que tiene menor cumplimiento. Más aún, su baja performance se manifiesta principalmente en los principios de ética empresarial y vínculo responsable con la comunidad, tratándose del ámbito económico que potencialmente quizás mayor daño podría ocasionar al medio ambiente.

Es claro que los principios que subyacen al buen gobierno corporativo son de tres dimensiones: conseguir un equilibrio responsable entre las ganancias, la gente y el planeta. Visto los resultados, del análisis se concluye que CNV debe poner más énfasis en la relación planteada en el tercer ítem.

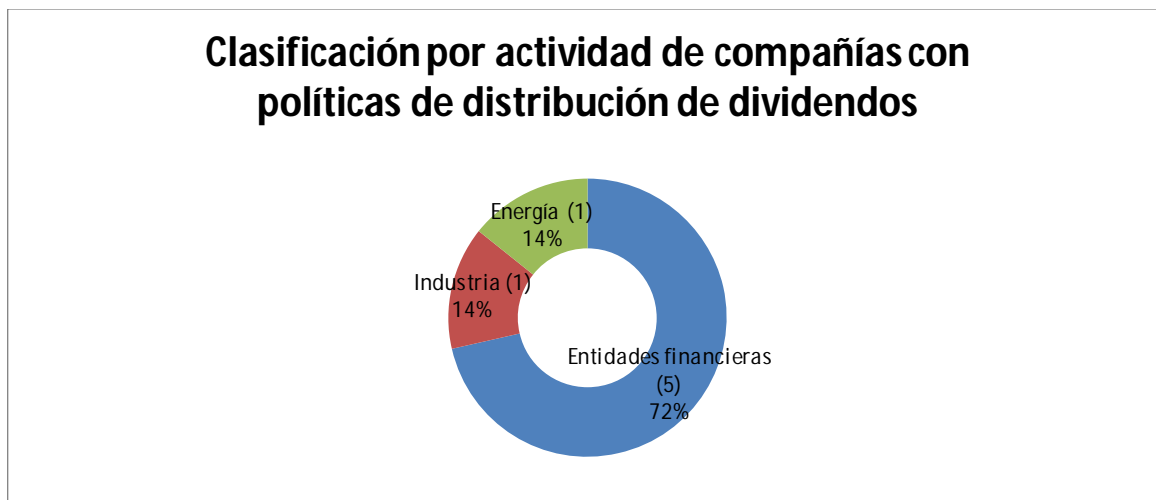
3.2.5. Política de distribución de dividendos por sector

En las empresas argentinas componentes del índice Merval25, se observa que las compañías industriales tienen en su mayoría una estrategia que prioriza la reinversión de utilidades, no contando con una política de dividendos prevista en el Estatuto Social. Por su parte, es claro que las entidades financieras tienen una mayor propensión a la distribución de utilidades, detallando

en el Estatuto Social previsiones específicas al respecto. De hecho, todas las entidades financieras que integran el Merval25 cuentan con una política de distribución de dividendos.

La explicación de esta tendencia es posible hallarla en la necesidad de inversión que tienen las compañías industriales en pos de poder ser más competitivas, cuestión que en el sector bancario no parece ser tan prioritario o determinante.

El grupo de compañías (siete en total) que cuentan con una política de dividendos prevista en Estatuto Social tiene la siguiente distribución según actividad:

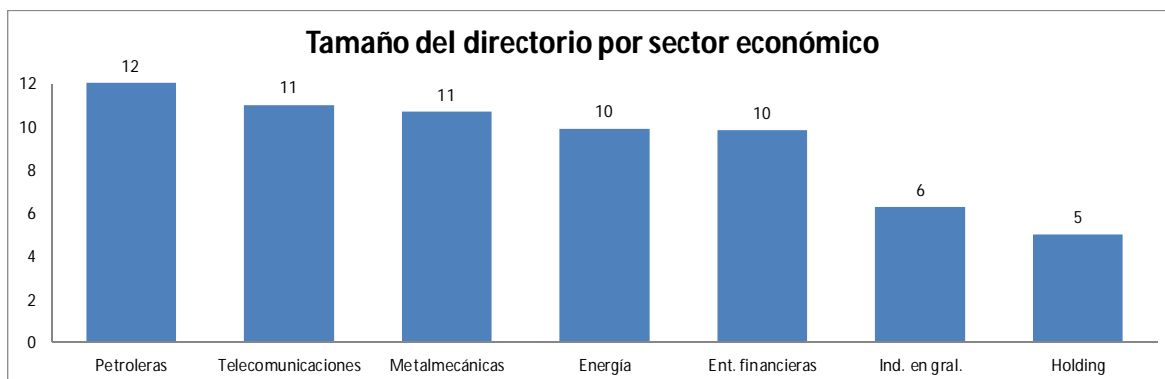


Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

3.2.6. Complejidad del negocio y tamaño de los directorios

Como se desarrollara en punto 2.1.2.4., en el país los directorios de las empresas componentes del índice Merval25 cuentan en promedio con nueve miembros. A modo de referencia y en una misma tónica, la mediana y la moda correspondientes a este ítem también ascienden a nueve.

La particularidad que se observa es que en negocios de tipo más complejo (tales como metalmecánica, telecomunicaciones o petroleras) el número de directores se ubica por encima de la media con doce u once representantes, mientras que en el rubro de holdings e industrias en general el promedio de miembros es de tan solo seis. Esta situación evidencia la necesidad que tienen las compañías de reforzar su mesa directiva a medida que el emprendimiento cobra mayores dimensiones y envergadura.



Fuente: elaboración propia en base a Informes Código de Gobierno Societario de empresas listadas en índice Merval25

3.2.7. Grado de diversidad en los directorios

Si en algo existe consenso doctrinario en materia de gobierno corporativo es en los beneficios que aporta la formación de un directorio con diversidad de exponentes. Es sabido que órganos directivos formados por voces heterogéneas pueden favorecer la riqueza de las discusiones y la posterior toma de decisiones. La importancia que reviste el concepto de diversidad para un directorio se basa en que es una herramienta (quizás la única) que otorga al organismo la posibilidad de atacar una cuestión desde un abanico de perspectivas, tantas como voces diferentes existan.

En ese sentido, cabe aclarar que la diversidad no alude únicamente al género, sino también a la edad de los miembros del directorio, a su nacionalidad y a su rol de independencia. En base a estos cuatro pilares, se decidió analizar transversalmente a las veinticinco empresas del índice Merval25 para determinar, de un modo matemático, su grado de diversidad.

Las características de diversidad que se consideraron fueron las siguientes:

- Presencia femenina: porcentaje de mujeres en el directorio versus directores totales (ver punto 2.1.2.3.)
- Dispersión etaria: diferencia entre los extremos de edades dentro de los miembros del directorio y el promedio.
- Presencia extranjera: porcentaje de directores extranjeros sobre directores totales.
- Presencia independiente: porcentaje de directores independientes sobre directores totales.

Tabla por sociedad:

Sociedad	Presencia femenina	Dispersión etaria (*)	Presencia extranjera	Presencia independiente
Aluar	0%	49%	0%	27%
Banco Hipotecario	15%	65%	0%	38%
Banco Macro	10%	100%	0%	20%
Banco Santander Río	0%	35%	18%	36%
BBVA Banco Francés	0%	20%	33%	100%
Celulosa	0%	53%	29%	29%
Central Puerto	0%	44%	0%	38%
Comercial del Plata	0%	30%	0%	80%
Edenor	0%	71%	0%	58%
Endesa Costanera	13%	56%	50%	38%
Grupo Financiero Galicia	11%	91%	0%	33%
Mirgor	20%	70%	0%	40%
Molinos Río de la Plata	0%	83%	0%	33%
Pampa Energía	10%	61%	0%	50%
Petrobras Argentina	11%	71%	67%	33%
Petroleo Brasileiro	0%	43%	100%	22%
Petrolera Pampa	11%	36%	0%	22%
Siderar	0%	67%	0%	73%
Solvay Indupa	29%	73%	14%	43%
Telecom	18%	83%	36%	36%
Tenaris	0%	27%	70%	30%
Transener	11%	74%	0%	67%
Transportadora de Gas del Nor	7%	79%	0%	21%
Transportadora de Gas del Sur	11%	82%	0%	44%
YPF	6%	58%	0%	50%

(*) Para el cálculo de la dispersión etaria versus promedio, al no tratarse de una variable porcentual, se tomó a la compañía con valor más alto (Banco Macro) como de cumplimiento de la premisa en un 100% y al resto de los valores se los expuso en términos proporcionales en relación a este valor máximo.

Tabla promedio por sector

Para la confección de la tabla, se consideró cada uno de los cuatro parámetros mencionados como exponentes de la diversidad como de igual peso relativo, y la agrupación por sector económico se realizó según lo expuesto en punto 3.2.4.

Sector económico	Presencia femenina	Dispersión etaria	Presencia extranjera	Presencia independiente	PROMEDIO SECTORIAL
Primario	7%	58%	42%	32%	35%
Secundario	7%	60%	16%	39%	31%
Terciario	8%	64%	10%	47%	32%

En la tabla se visualiza que las voces que se pueden hallar en los directorios de compañías del sector primario, son las más variadas del grupo del Merval25.

En punto 3.2.4. se había destacado que el sector primario es el de mejor cumplimiento de las premisas del código de gobierno societario nacional, seguido luego por el sector terciario y el secundario. Mediante este nuevo análisis, se observa que ese nivel de cumplimiento tiene su correlato en el grado de diversidad que muestran por compañía.

Capítulo IV: Conclusiones finales.

4.1. Conclusiones generales

4.1.1. *Ninguna compañía se ubica por debajo del 50% de cumplimiento*

Todas las compañías que componen el Merval25 alcanzan al menos los 50 puntos en el índice elaborado, siendo la compañía de menor puntaje Mirgor, con 54 pts.

Si bien hay una gran dispersión en los resultados alcanzados, este es un guarismo alentador y satisfactorio, considerando que hay un piso muy importante de conceptos arraigados en la cultura empresarial argentina, sobre el cual luego será posible edificar nuevos paradigmas de buen gobierno corporativo.

En líneas generales, se puede decir, que hay un amplio cumplimiento de los principios de transparencia en las relaciones de la emisora (98%), fomento de la ética empresarial (88%) y administración del riesgo (80%), mientras que las principales cuentas pendientes de las compañías nacionales tienen que ver con el establecimiento de un Comité de Remuneraciones (22%) y la profundización del alcance del Código de Gobierno (48%).

4.1.2. *Índice promedio de cumplimiento*

En línea con lo destacable del ítem anterior, también se observa que la media de cumplimiento alcanza los 75 pts, un valor que, en sí mismo, resulta más que interesante.

La mediana alcanza los 75,4 pts, el nivel más alto es el alcanzado por BBVA Banco Francés, con 99 pts y el más bajo es el de Mirgor con 54 pts.

4.1.3. *El principio que los expertos valoran como más importante es también el de mejor cumplimiento*

Veinticuatro de los cuarenta especialistas consultados (60% del total) opinaron que la transparencia en las relaciones de la emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas es el principio más importante de los nueve que enumera el código de gobierno societario nacional.

Clermont Muñoz (Ecuador) señaló la relevancia de este concepto “en relación a la necesidad de conocer las vinculaciones de las compañías entre sí, de manera tal de tener claro si existe o no un conflicto de intereses entre sus directores y/o accionistas y/o administradores”. Julio Britos (Paraguay), por su parte, sostuvo que “los problemas de gobierno corporativo generalmente vienen por el lado de la poca transparencia en las vinculaciones”.

Son 23 de 24 las compañías que alcanzan un cumplimiento absoluto en este punto.

4.1.4. Los 5 puntos de mejor cumplimiento

- VI.1. La Emisora cuenta con un sitio web de acceso público, actualizado, que no solo suministre información relevante de la empresa (Estatuto Social, grupo económico, composición del Órgano de Administración, estados financieros, Memoria anual, entre otros) sino que también recoja inquietudes de usuarios en general (100%).
- I.1. Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas (96%).
- I.2. Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés (96%).
- I.3. Prevenir el uso indebido de información privilegiada (96%).
- IV.3. Indicar si el Comité de Auditoría o el Órgano de Administración hace una evaluación anual sobre el desempeño del área de auditoría interna y el grado de independencia de su labor profesional, entendiéndose por tal que los profesionales a cargo de tal función son independientes de las restantes áreas operativas y además cumplen con requisitos de independencia respecto a los accionistas de control o entidades relacionadas que ejerzan influencia significativa en la Emisora. Especificar, asimismo, si la función de auditoría interna realiza su trabajo de acuerdo a las normas internacionales para el ejercicio profesional de la auditoría interna emitidas por el Institute of Internal Auditors (IIA) (96%)

4.1.5. Los 5 puntos de peor cumplimiento

Los puntos de peor cumplimiento son los relacionados con la Recomendación II.5: Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea. La emisora cuenta con un Comité de Nombramientos:

- II.5.2.2. propone el desarrollo de criterios (calificación, experiencia, reputación profesional y ética, otros) para la selección de nuevos miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea (25%)
- II.5.2.7 que constata la existencia de un plan de sucesión del Órgano de Administración y de gerentes de primera línea (25%).
- II.5.1.1. integrado por al menos tres miembros del Órgano de Administración, en su mayoría independientes (21%).
- II.5.2.3. que identifica los candidatos a miembros del Órgano de Administración a ser propuestos por el Comité a la Asamblea General de Accionistas (21%).

- II.5.2.5. En caso de contar con un Comité de Nombramientos, el mismo recomienda que el Presidente del Directorio no sea a su vez el Gerente General de la Emisora (13%).

4.1.6. Los incumplimientos y el rol de la CNV

Un Código de Gobierno Societario que se basa en el criterio de “cumpla o explique” debe otorgar tanta importancia a los cumplimientos como a los incumplimientos. Si las explicaciones sobre los incumplimientos no tienen consecuencias, las empresas terminarán por ignorar las recomendaciones. La función de la CNV no puede reducirse a la de ser una mera receptoría de los informes de gobierno corporativo de las empresas.

La CNV debiera preocuparse por los incumplimientos. Si éstos están debidamente justificados, es una gran oportunidad para la CNV para el aprendizaje colectivo respecto del obstáculo que impide atender el punto. Y si el ítem no está argumentado, se debe procurar encarrilar a la empresa para que salga del error. En ese caso corresponde a la autoridad de aplicación la función de determinar el significado concreto de las recomendaciones y concretar el sentido de los criterios que las orientan.

De la misma manera, y ante un sistema de contralor tan laxo por parte de CNV, pueden presentarse ocasiones en las que una compañía deliberadamente publique una respuesta vaga o difusa ante un requerimiento de información claro y conciso previsto en el código de gobierno. En esos casos, CNV debería intervenir de oficio interpelando a la sociedad informante a los efectos de que manifieste explícita y claramente su postura frente a un determinado precepto de buen gobierno.

En síntesis, si la CNV mencionara públicamente a las compañías que eluden el cumplimiento de los principios, ese sencillo acto tendría un impacto considerable en las empresas, pues se verían forzadas a motivar sus explicaciones para evitar el riesgo reputacional.

4.1.7. Los cumplimientos y el rol de la CNV

De igual modo como quedara explicitado en el ítem anterior, la CNV debería incentivar el buen gobierno corporativo destacando a las compañías que satisfacen correctamente las recomendaciones que este mismo organismo propone.

Esta entidad de contralor tiene a su alcance la posibilidad de reconocer públicamente las mejores iniciativas en materia de gobierno corporativo, yendo más allá de su rol de mero recolector de información por parte de las compañías.

En los últimos años, es claro que la CNV puso énfasis en la forma y no en el fondo de la cuestión, es decir, se insistió en trabajar sobre el formato estándar del código de gobierno

societario, sin establecer penalidad expresa alguna para el incumplimiento de los preceptos que pregonan el mismo. Es de esperar que en esta nueva etapa política del país, se ponga el foco en rescatar, valorar y premiar las buenas prácticas de gobierno corporativo.

4.1.8. El gobierno corporativo y el marco regulatorio general

Como se mencionara *ut supra*, la obligación de elaborar el informe de cumplimiento del código de gobierno societario abarca, a la fecha de redacción de este trabajo, únicamente a las empresas que hacen oferta pública de sus acciones y que, por ende, se encuentran bajo la órbita de CNV. Así las cosas, el resto del universo de compañías locales queda fuera de esta exigencia y lo más grave aún: tampoco encuentra alusión a principios de buen gobierno en la normativa que le es específicamente aplicable.

Con la reciente sanción de la Ley General de Sociedades y la aprobación del Nuevo Código Civil y Comercial, se presentaba una oportunidad inmejorable para consolidar principios del buen gobierno corporativo a nivel masivo y general, pero lamentablemente, en ambos casos se omitió incluir en su articulado cuestiones puntuales referidas a esta materia.

4.2. Anotaciones finales

Para promover un buen gobierno corporativo se precisan varias cuestiones. En primer lugar, hacen falta regulaciones y sistemas de control público eficientes que protejan el interés colectivo. La Comisión Nacional de Valores ha dado el primer paso en ese sentido estableciendo un interesante Código de Gobierno Societario, muy útil a los fines de comenzar a recabar información por parte de las compañías y acentuar la supervisión sobre estas entidades.

Para alcanzar niveles aceptables de gobernanza también es necesario que se tomen en consideración los sistemas de remuneración, la administración del riesgo, la verdadera independencia de los directores, el vínculo transparente con la comunidad y el respeto por los accionistas minoritarios. Pero siempre estará la cuestión ética sobrevolando todo lo antedicho.

Es evidente que la educación ética, en materia de gobierno corporativo, es mucho más necesaria que la educación formativa o de conocimiento. Los grandes escándalos mundiales no nacieron de la mente de sujetos poco capacitados, sino más bien de profesionales expertos que, motivados por una codicia ilimitada, buscaban maximizar sus beneficios a costa de perjuicios ajenos.

Es preciso orientar los esfuerzos para renovar éticamente las carreras de grado y de posgrado. De la misma manera, es muy importante la función que cumplen los organismos no gubernamentales especializados en el gobierno corporativo. Por caso, en nuestro país, es muy valorable el rol que pueden cumplir a tal fin el IGEP (Instituto de Gobernanza Empresarial y Pública) y la AAEC (Asociación Argentina de Ética y Compliance), entre otros. Esta nueva tendencia que impone a las sociedades comenzar a rendir cuentas sobre cuestiones que antes eran absolutamente ocultas para el público en general, debe venir acompañada por programas que pongan a la ética en el plano principal de la formación de los nuevos directivos.

Es preciso que el tema ético pase de ser algo opcional a ser una prioridad cotidiana, de aplicación permanente en la práctica. La responsabilidad penal de administradores es una realidad normativa, pero cada vez más cercana y palpable en su aplicación práctica. Y allí habrá una nueva razón para aplicar la ética en todos nuestros actos, la cual se emparentará con uno de los valores más caros para una persona: su libertad.

Quizás pueda sonar a utopía hablar de ética en tiempos actuales. Pero cuando los hombres de negocios la ignoran, la crisis sobreviene y puede alcanzar dimensiones gigantescas, de impacto realmente global, como los casos que se han vivido en los últimos años. Entonces, aunque más no sea, en última instancia, por motivos económicos, todos estaremos de acuerdo en valorar la ética como método preventivo de la especulación desmesurada y sus insospechadas consecuencias.

ANEXO

Grilla de cumplimiento general

A continuación se ubica el cuadro general de cumplimiento, abierto por cada uno de los setenta y siete puntos que las empresas deben completar. Es la base de datos primigenia del estudio.

Referencias:

- 2: Cumplimiento total
- 1: Cumplimiento parcial
- 0: Incumplimiento
- s/d: Sin datos

	Aluar	APBR	Banco Hipotecario	Banco Macro	Banco Santander Río	BBVA Banco Francés	Endesa Costanera	Central Puerto	Celulosa	Comercial del Plata	Edenor	Grupo Galicia	Mirgor	Molinos Río de la Plata	Pampa Energía	Petrobrás Argentina	Petrolera Pampa	Siderar	Solvay Indupa	Telecom	Tenaris	Transener	Transportadora de Gas del Norte	Transportadora de Gas del Sur	YPF	Promedio
PRINCIPIO I: TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS																										
I.1	Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,96
I.2	Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés.																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,96
I.3	Prevenir el uso indebido de información privilegiada.																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,96
PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA																										
Recomendación II. 1: Garantizar que el Órgano de Administración asuma la administración y supervisión de la Emisora y su orientación estratégica.																										
II.1.1 El Órgano de Administración aprueba																										
II.1.1.1 el plan estratégico o de negocio, así como los objetivos de gestión y presupuestos anuales,																										
	1	s/d	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	1	2	1	2	2	2	1	1	2	2	1,71
II.1.1.2 la política de inversiones (en activos financieros y en bienes de capital), y de financiación,																										
	1	s/d	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	1,75
II.1.1.3 la política de Gobierno Societario (cumplimiento Código de Gobierno Societario),																										
	2	s/d	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	1	2	2	1	2	2	1,83
II.1.1.4 la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea,																										
	1	s/d	1	2	2	2	0	0	2	2	1	2	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	2	1	2	1,29

Recomendación III: El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión integral del riesgo empresarial y monitorea su adecuada implementación.

III.1 La Emisora cuenta con políticas de gestión integral de riesgos empresariales (de cumplimiento de los objetivos estratégicos, operativos, financieros, de reporte contable, de leyes y regulaciones, otros). Hacer una descripción de los aspectos más relevantes de las mismas.

[illegible]

	Auar	APBR	Banco Hipotecario	Banco Macro	Banco Santander Río	BBVA Banco Francés	Endesa Costanera	Central Puerto	Celulosa	Comercial del Plata	Edenor	Grupo Galicia	Mirgor	Molinos Río de la Plata	Pampa Energía	Petrobrás Argentina	Petrolera Pampa	Siderar	Solvay Indupa	Telecom	Tenaris	Transener	Transportadora de Gas del Norte	Transportadora de Gas del Sur	YPF	Promedio
PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES																										
Recomendación IV: Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor Externo.																										
IV.1	El Órgano de Administración al elegir a los integrantes del Comité de Auditoría teniendo en cuenta que la mayoría debe revestir el carácter de independiente, evalúa la conveniencia de que sea presidido por un miembro independiente.																									
	1	s/d	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,88
IV.2	Existe una función de auditoría interna que reporta al Comité de Auditoría o al Presidente del Órgano de Administración y que es responsable de la evaluación del sistema de control interno.																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,88
IV.3	Indicar si el Comité de Auditoría o el Órgano de Administración hace una evaluación anual sobre el desempeño del área de auditoría interna y el grado de independencia de su labor profesional, entendiéndose por tal que los profesionales a cargo de tal función son independientes de las restantes áreas operativas y además cumplen con requisitos de independencia respecto a los accionistas de control o entidades relacionadas que ejerzan influencia significativa en la Emisora. Especificar, asimismo, si la función de auditoría interna realiza su trabajo de acuerdo a las normas internacionales para el ejercicio profesional de la auditoría interna emitidas por el Institute of Internal Auditors (IIA).																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,96
IV.4	La Emisora cuenta con una política referida a la rotación de los miembros de la Comisión Fiscalizadora y/o del Auditor Externo; y a propósito del último, si la rotación incluye a la firma de auditoría externa o únicamente a los sujetos físicos.																									
	0	s/d	2	2	2	2	0	1	2	2	1	0	2	0	0	1	0	2	2	0	2	2	2	1	1	1,21
PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS																										
Recomendación V.1: Asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la Emisora.																										
V.1.1	El Órgano de Administración promueve reuniones informativas periódicas con los accionistas coincidiendo con la presentación de los estados financieros intermedios. Explicitar indicando la cantidad y frecuencia de las reuniones realizadas en el transcurso del año.																									
	2	s/d	2	2	2	2	0	0	2	1	2	2	1	0	2	2	2	1	1	2	2	0	2	1	2	1,46
V.1.2	La Emisora cuenta con mecanismos de información a inversores y con un área especializada para la atención de sus consultas. Adicionalmente cuenta con un sitio web que puedan acceder los accionistas y otros inversores, y que permita un canal de acceso para que puedan establecer contacto entre sí. Detallar.																									
	2	s/d	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	1	1	2	1	2	2	2	1,83
Recomendación V.2: Promover la participación activa de todos los accionistas.																										
V.2.1	El Órgano de Administración adopta medidas para promover la participación de todos los accionistas en las Asambleas Generales de Accionistas. Explicitar, diferenciando las medidas exigidas por ley de las ofrecidas voluntariamente por la Emisora a sus accionistas.																									
	2	s/d	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	0	2	0	2	2	2	2	1,71
V.2.2	La Asamblea General de Accionistas cuenta con un Reglamento para su funcionamiento que asegura que la información esté disponible para los accionistas, con suficiente antelación para la toma de decisiones. Describir los principales lineamientos del mismo.																									
	2	s/d	1	2	2	2	0	1	2	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0,67
V.2.3	Resultan aplicables los mecanismos implementados por la Emisora a fin que los accionistas minoritarios propongan asuntos para debatir en la Asamblea General de Accionistas de conformidad con lo previsto en la normativa vigente. Explicitar los resultados.																									
	2	s/d	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	0	0	2	1	2	2	1	1,63
V.2.4	La Emisora cuenta con políticas de estímulo a la participación de accionistas de mayor relevancia, tales como los inversores institucionales. Especificar.																									
	0	s/d	0	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0,29
V.2.5	En las Asambleas de Accionistas donde se proponen designaciones de miembros del Órgano de Administración se dan a conocer, con carácter previo a la votación: (i) la postura de cada uno de los candidatos respecto de la adopción o no de un Código de Gobierno Societario; y (ii) los fundamentos de dicha postura.																									
	0	s/d	0	2	2	2	0	0	0	2	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,46
Recomendación V.3: Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto.																										
	2	s/d	0	2	2	2	2	2	0	0	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,71
Recomendación V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.																										
	0	s/d	0	2	2	2	0	0	0	0	2	0	1	0	2	2	2	2	2	0	2	0	2	1	2	1,08
Recomendación V.5: Incrementar el porcentaje acciones en circulación sobre el capital.																										
	2	s/d	0	2	2	2	2	2	0	2	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,75
Recomendación V.6: Asegurar que haya una política de dividendos transparente.																										
V.6.1	La Emisora cuenta con una política de distribución de dividendos prevista en el Estatuto Social y aprobada por la Asamblea de Accionistas en las que se establece las condiciones para distribuir dividendos en efectivo o acciones. De existir la misma, indicar criterios, frecuencia y condiciones que deben cumplirse para el pago de dividendos.																									
	0	s/d	2	2	2	2	1	1	0	2	0	2	0	1	0	1	0	0	1	0	0	2	1	0	1	0,88
V.6.2	La Emisora cuenta con procesos documentados para la elaboración de la propuesta de destino de resultados acumulados de la Emisora que deriven en constitución de reservas legales, estatutarias, voluntarias, pase a nuevo ejercicio y/o pago de dividendos. Explicitar dichos procesos y detallar en que Acta de Asamblea General de Accionistas fue aprobada la distribución (en efectivo o acciones) o no de dividendos, de no estar previsto en el Estatuto Social.																									
	2	s/d	2	2	2	2	0	1	0	1	1	2	2	1	1	2	1	2	0	2	1	1	1	1	2	1,33

	Aluar	APBR	Banco Hipotecario	Banco Macro	Banco Santander Río	BBVA Banco Francés	Endesa Costanera	Central Puerto	Celulosa	Comercial del Plata	Edenor	Grupo Galicia	Mirgor	Molinos Río de la Plata	Pampa Energía	Petrobrás Argentina	Petrolera Pampa	Siderar	Solvay Indupa	Telecom	Tenaris	Transener	Transportadora de Gas del Norte	Transportadora de Gas del Sur	YPF	Promedio
PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL																										
Recomendación VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.																										
VIII.1	La Emisora cuenta con un Código de Conducta Empresarial. Indicar principales lineamientos y si es de conocimiento para todo público. Dicho Código es firmado por al menos los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea. Señalar si se fomenta su aplicación a proveedores y clientes.																									
	0	s/d	2	2	2	2	2	2	0	1	2	2	1	1	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1,67
VIII.2	La Emisora cuenta con mecanismos para recibir denuncias de toda conducta ilícita o anti ética, en forma personal o por medios electrónicos garantizando que la información transmitida responda a altos estándares de confidencialidad e integridad, como de registro y conservación de la información. Indicar si el servicio de recepción y evaluación de denuncias es prestado por personal de la Emisora o por profesionales externos e independientes para una mayor protección hacia los denunciantes.																									
	0	s/d	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,79
VIII.3	La Emisora cuenta con políticas, procesos y sistemas para la gestión y resolución de las denuncias mencionadas en el punto VIII.2. Hacer una descripción de los aspectos más relevantes de las mismas e indicar el grado de involucramiento del Comité de Auditoría en dichas resoluciones, en particular en aquellas denuncias asociadas a temas de control interno para reporte contable y sobre conductas de miembros del Órgano de Administración y gerentes de la primera línea.																									
	0	s/d	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,79
PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO																										
Recomendación IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.																										
	1	s/d	0	2	2	1	0	1	0	2	2	0	0	0	2	2	2	0	1	2	0	0	2	0	1	0,96
ICGP	64	s/d	68	97	98	99	66	75	68	68	76	75	54	57	78	74	78	76	70	76	82	73	76	65	86	75

Grilla de cumplimiento resumida y ponderada

A continuación, se expone un cuadro con detalle de cada principio y el puntaje obtenido por cada compañía en función de su respuesta, y de la ponderación de cada punto realizada a partir de la opinión de los especialistas consultados.

Principio	Descripción	Aluar	Banco Hipotecario	Banco Macro	Banco Santander Río	BBVA Banco Francés	Celulosa	Endesa Costanera	Central Puerto	Comercial Del Plata	Edenor	Grupo Financiero Galicia	Mirgor	Molinos Río de la Plata	Pampa Energía	Petrobras Argentina	Petroleo Brasileiro - Petrobras	Petrolera Pampa	Siderar	Solvay Indupa	Telecom	Tenaris	Transener	Transportadora de Gas del Norte	Transportadora de Gas del Sur	YPF
1	Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	10	20	20	20	s/d	20	20	20	20	20	20	20	20	20
2	Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora	8	8	17	18	19	10	9	8	10	8	10	8	7	9	9	s/d	9	7	9	8	10	8	7	8	15
3	Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial	12	9	15	15	15	14	6	15	11	12	15	9	3	15	8	s/d	15	15	11	15	15	15	6	11	12
4	Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes	8	13	13	13	13	9	9	11	11	11	9	9	8	9	11	s/d	9	13	13	9	13	13	11	13	11
5	Respetar los derechos de los accionistas	13	7	19	18	19	8	9	10	12	12	11	11	9	12	14	s/d	12	12	7	10	12	8	10	13	15
6	Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	3	4	5	5	5	3	5	3	3	5	3	3	5	4	4	s/d	4	3	4	5	5	3	4	4	4
7	Remunerar de forma justa y responsable	-	0	1	1	1	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1	s/d	-	-	-	0	-	-	-	-	1
8	Fomentar la ética empresarial	-	8	8	8	8	5	8	8	1	8	8	4	6	8	8	s/d	8	8	6	8	8	8	8	8	8
9	Profundizar el alcance del código	0	-	1	1	0	-	-	0	1	1	-	-	-	1	1	s/d	1	-	0	1	-	-	-	1	0
INDICE DE CUMPLIMIENTO		64	68	97	98	99	68	66	75	68	76	75	54	57	78	74	-	78	76	70	76	82	73	65	76	86

Bibliografía

- AGUT, Sonia (2007), *Factores que dificultan el acceso de las mujeres a puestos de responsabilidad: una revisión teórica*, Apuntes de psicología, Vol. 25, N°2.
- ALBANO, Sergio (1999), *Metodología de la investigación en Administración*; UNR Editora, Rosario.
- ALVAREZ-MIRANDA, Millán (2004), *El buen gobierno corporativo*, Revista de Gobierno Corporativo *Cuestión de Confianza*, N°4, 2014.
- ALVAREZ RODRIGUEZ, Ana (2014), *Un estudio del gobierno corporativo: SACYR, ACCIONA y ACS*, trabajo final de carrera, Universidad de León, España.
- APREDA, Rodolfo (2001), *The Statute of Governance. A pivotal linkage between principles of governance and corporate practices*, Documentos de trabajo, Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- ARANDA, Mónica (2011), *Gobierno corporativo en Argentina*, Revista Enfoques, Editorial La Ley, Buenos Aires.
- ARGANDOÑA, Antonio (2004), *Conflicto de intereses: el punto de vista ético*, IESE Business School, Universidad de Navarra, presentación en XII Conferencia Anual de Ética, Economía y Dirección.
- ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS (2011), *Report on board effectiveness*, Londres.
- BAUER, Rob y GUENSTER, Nadja (2003), *Good Corporate Governance Pays Off!, Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market*, Documento de trabajo, University of Maastricht y Erasmus University.
- BERGLÖF, Erik y PAJUSTE, Anete (2005), *What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe*, Oxford Review Economic Policy.
- BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner (1932); *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New York.

- BERNAL, Andrés (2012), *Gobierno corporativo en América Latina, importancia para las empresas de propiedad estatal*, CAF, Vol n°6.
- BERNDT, Markus (2000), *Global differences in corporate governance systems theory and implications for reforms*, Harvard Law School, Discussion Paper N° 303.
- BRIANO TURRENT, Guadalupe (2012), *Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo*, Universidad de Granada.
- BROOKS, L. (1989); *Corporate Code of Ethics*, Journal of Business Ethics, N°8.
- CLAESSENS, Stijin (2006), *Corporate Governance and Development*, The World Bank Research Observer, Washington.
- CANO MORALES, Abel (2006), *Gobierno corporativo: un desafío reciente para la gerencia estratégica empresarial*, Grupo de investigaciones contables, Financieras, Económicas y Empresariales “GINCOFE”, Medellín.
- CARRERA, Alejandro (2013), *El directorio: ¿fuera de la agenda de las empresas o formando parte de su agenda oculta?*, Paper Cátedra PwC de Gobierno de las Organizaciones IAE, Newsletter N°14, diciembre de 2013.
- CARUANA, Jaime (2011), *Gobierno corporativo y banca de desarrollo*, ALIDE, Asamblea General, Paraguay.
- CASAL, Armando M. (2003), *El buen gobierno corporativo y los códigos de buena conducta*, Editorial La Ley, Buenos Aires.
- CASALS & ASSOCIATES (2006), *Modelo de gestión Ética para entidades del Estado: fundamentos conceptuales y manual metodológico*, Bogotá.
- CAVANNA, Javier Martín (2013), *Reinventando los consejos*, Fundación compromiso y transparencia, Madrid.
- CAVANNA, Javier Martín (2014), *Las cinco mejores y las cinco peores prácticas de gobierno de los consejos de administración de las empresas cotizadas 2013-2014*, Fundación Compromiso y Transparencia, Madrid.

- CAVANNA, Javier Martín (2015), *Lo que los CEO deberían aprender de los Papas Benedicto XVI y Francisco*, Fundación compromiso y transparencia, artículo de opinión, 13 de enero de 2015, Madrid.
- CEF (2005), *El gobierno corporativo en Argentina*, Nota de Política #5, Buenos Aires.
- CHISARI, Omar y FERRO, Gustavo (2012), *Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas, aplicación a la Argentina*, Working Papers, HAL.
- CIANCANELLI, Penny y REYES GONZALEZ, José Antonio (2000), *Corporate governance in banking: a conceptual framework*, presentación realizada ante la Asociación Europea de Administración Financiera (EFMA, por sus siglas en inglés), Junio de 2000, Atenas.
- COASE, Ronald (1937), *The Nature of the Firm*, artículo publicado en *Economica*, New Series, Vol 4, No. 16, noviembre de 1937.
- CONTRERA Malacrida, MARA Jane y MITIYO YAMAMOTO, Marina (2006), *Nivel de revelación de información y su relación con la volatilidad del precio de las acciones en la BOVESPA*, en: R. Contfin, Edición Conmemorativa, San Pablo, Universidad de San Pablo, Campus Capital.
- DAVIS, Ian (2005), *The biggest contract*, The Economist, edición del 26 de mayo de 2005, New York.
- DE LA FUENTE y DE LA VEGA, Luis (2003), *La gestión de riesgos en empresas no financieras*, Revista Partida Doble, edición de diciembre 2003, Madrid.
- DELLA PICCA, Pablo (2012), *El buen gobierno corporativo en las empresas y sociedades del Estado*, Revista El Derecho, Buenos Aires.
- DONNAN, Shawn, *Las grandes empresas son las más corruptas*, Financial Times, edición del 3 de diciembre de 2014.
- DUSSO, Javier y DUTTO, Martín (2012), *Evidencia sobre prácticas de endeudamiento en empresas argentinas*, XXXII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Septiembre 2012.

- EISENHOFER, Jay y LEVIN, Gregg (2005), *Does corporate governance matter to investment returns?*, Bureau of National Affairs, Corporate Accountability Report, Vol. 3, N°57.
- ENRIONE, Alfredo (2014), *Directorio y Gobierno Corporativo. El desafío de agregar valor en forma sostenida*, Editorial Valente, Santiago de Chile.
- ENRIONE, Alfredo y PERERA, Luis (2007), *Gobierno de la Empresa y Autorregulación. Bases para la Elaboración de Códigos de Buenas Prácticas en Chile*, Paper de trabajo, ESE Escuela de Negocios, Universidad de los Andes.
- ETKIN, Jorge (2011), *Gestión de la complejidad en las organizaciones*, Editorial Granica, Argentina.
- FAMA, Eugene, JENSEN, Michel (2006), *Separation of Ownership and control*, Journal of Law and Economics #25.
- FERRARY, Michel (2009), *Why women managers shine in downturn?*, Financial Times, edición de 2 de marzo de 2009.
- FERRO, Gustavo (2007), *Gobierno Corporativo: los problemas y el estado actual de la discusión en la literatura*, Texto de discusión N°62, Centro de Estudios Económicos de la Regulación, UADE, Buenos Aires.
- FOERSTER, Stephen y HUEN, Brian (2004), *Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?*, Canadian Investors Review, Vol 17, N°3.
- GAMIZ, Fernando (2014), *Los canales de denuncias como parte del buen gobierno corporativo*, artículo de opinión, CAMBRAS (Cámara de Comercio Argentino Brasileña de la República Argentina).
- GAMPERS, Paul, ISHIL, Joy y METRICK, Andrew (2003); *The crisis: mobilizing boards for change*, McKinsey Quarterly.
- GANGA CONTRERAS, Francisco y VERA GARNICA, José (2008); *El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos*, Cuadernos de Administración N°21, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá.

- GARDE, Hugo R., (2012) *Modelos de Gobierno Corporativo*, Revista Enfoques, Editorial La Ley, Buenos Aires.
- GANDIA, Juan Luis y PÉREZ, Andrés Tomás (2005), *e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (Monografías No. 8).
- GHIRARDOTTI, Martín (2006), *Implementación de un sistema de reporte de irregularidades como una herramienta eficiente para prevenir y detectar fraudes en las empresas*, Revista El Auditor Interno, Número 10, Abril de 2006.
- GREENSPAN, Alan (2007), *The age of turbulence: adventures in a new world*, Penguin Press, Nueva York.
- HERMALIN, Benjamin y WEISBACH, Michael (2003); *Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*, Economic Policy Review N°9.
- HERRERA, Valeria (2015), *El estado actual de situación de la RSE en Argentina*, Revista Enfoques, Editorial La Ley, Buenos Aires.
- HILLMAN, Amy y DALZIEL, Thomas (2003), *Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives*, The Academy of Management Review.
- HILLMAN, Amy, SHROPSHIRE, Christine y CANNELLA, Alberto (2007), *Organizational predictors of women on corporate boards*, Academy of Management Journal, Vol 50, N° 4.
- IRIBARNE, Nicolás (2015), *Importancia de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas estatales*, Paper de difusión, EstrategicArte.
- JENSEN, Michael y MURPHY, Kevin (2004), *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problemas and how to fix them*, Finance Working Paper, N°44/2004, European Corporate Governance Institute.
- JENSEN, Michael (1993); *The modern industrial revolution and the failure of internal control systems*, The Journal of Finance N°48.

- JUNYENT BAS, Francisco (2006), *Sociedad y empresa: las reglas del buen gobierno, nuevas tendencias en orden a la sociedad informal, intervención y responsabilidad, acciones societarias y concursales*, Colección Académica, Universitas-El Derecho, Buenos Aires.
- KAPPLER, Leora y LOVE, Inessa (2004), *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*, Journal of Corporate Finance, Vol. 10, N°5.
- KLIKSBERG, Bernardo y MERCADO, Carmelo (2010), *Los límites de la responsabilidad social de la empresa*, AEDEM Ediciones, Buenos Aires.
- LANÚS OCAMPO, María Cecilia (2011), *El gobierno corporativo de entidades financieras sí importa*, Derecho Comercial del Consumidor y de la empresa (DCCyE), Año II, N°4, Buenos Aires.
- LARCKER, David y TAYAN, Brian (2011), *Seven myths of corporate governance*, Stanford Closer Look Series.
- LEFORT, Fernando y URZÚA, Francisco (2007), *Board Independence and firm performance in a concentrated ownership context: the Chilean case*, Journal of Business Research.
- LIZCANO, José Luis (2006), *Buen gobierno y responsabilidad social corporativa*, Especial RSC, Editorial Partida Doble, Madrid.
- LÓPEZ ITURRIAGA, Félix y PEREIRA DO CARMO, María (2006), *Análisis internacional de los códigos de buen gobierno*, Universia Review N°11, Valladolid.
- LUCAS, José Luis (2006), *El perfeccionamiento de la alta dirección. Homenaje al profesor Antonio Valero*, Fundación San Telmo, Sevilla.
- MAIOLA, Oscar (2013), *El fraude y los controles en los sistemas contables*, Contabilidad y Auditoría: Investigaciones en Teoría Contable, Facultad de Ciencias Económicas UBA, N°38, Año 19.
- MANGEL, Robert y SINGH, H. (1993); *Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large U.S. corporations*, Accounting and business research, N°23.

- MARCHIONNA FARÉ, Alejandro (2014); *Relación entre el rol del directorio en el planeamiento estratégico y el valor de las empresas*, tesis doctoral, Universidad del CEMA.
- MARCHIONNA FARÉ, Alejandro (2009); *El directorio y su rol ante la crisis*, Diario El Cronista, Suplemento PyME, edición del 30 de abril de 2009.
- MELLE HERNANDEZ, Mónica (2012), *Por un mejor gobierno corporativo*, artículo de opinión en Diario el País de España, edición del 18 de julio de 2012.
- MOLANDER, E.A. (1987); *A paradigm for design, promulgation and enforcement of ethical codes*, Journal of Business Ethics, N°6.
- MORRISON, Ann, WHITE, Randall y VAN VELSOR (1987), *Breaking the glass ceiling: can women reach the top of America's corporations?*, Addison-Wesley, New York.
- NEWELL, Robert y WILSON, Gregory (2002), *A premium for good governance*, The McKinsey Quarterly, N° 3, 2002.
- NESTOR, Stilpon y THOMPSON, John (2001), *Corporate Governance Patterns in OECD Economics: Is convergence under way?*
- NUÑEZ, Georgina y ONETO, Andrés (2012), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México*, documento de proyecto, CEPAL.
- OLCESE SANTONJA, Aldo (2005), *Teoría y Práctica del Buen Gobierno Corporativo*, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.
- OWEN, Geoffrey y KIRCHMAIER, Tom (2008), *The changing role of the chairman*, European Business Organization Law Review N°9.
- PATTON, M. Q. (1990), *Qualitative evaluation and research methods*, Newbury Park, Sage Publications.
- PATELLI, Lorenzo y PRENCIPE, Annalisa (2007), *The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder*, European Accounting Review.

- PAZ-ARES, Cándido (2004), *El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor*, Working paper n° 182, InDret, Universidad Autónoma de Madrid.
- PENFOLD, Michael, ONETO, Andrés y RODRÍGUEZ GUZMÁN (2015), Guillermo; *La transparencia del gobierno corporativo en las Empresas de Propiedad del Estado en América Latina*, Serie de políticas públicas y transformación productiva, Editor CAF, Banco de Desarrollo de América Latina.
- PONCE HUERTA, Jaime (2013), *Tendencias y perspectivas internacionales del gobierno corporativo*, Estudio sobre gobierno corporativo en Iberoamérica, Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.
- RIVADENEIRA, Miguel Angel y DE MARCO, Myriam (2010), *Balance social: una medida de la responsabilidad social empresarial*, Universidad del Norte Santo Tomás de Aquino, publicación interna.
- SAEZ LACAVE (2011), *Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto*, InDret Revista para el análisis del Derecho, Barcelona, Enero 2011.
- SARRIÓ, Maite (2004); *La psicología de género a través del techo de cristal*, Tesis doctoral, Universitat de Valencia, Colección Economía y Empresa.
- SCAVONE, Graciela (2002), *Cómo se escribe una tesis*; Buenos Aires, Editorial La Ley.
- SERNA GÓMEZ, Humberto, SUÁREZ ORTIZ, Edgar y RESTREPO CAMPIÑO, Mónica (2007), *Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en el Sector Financiero Latinoamericano*, Federación Latinoamericana de Bancos, Colombia.
- SCHVARSTEIN, Leonardo (2007), *Diseño de organizaciones*, Editorial Paidós, Argentina.
- SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert (1996), *A survey in corporate governance*. Working paper 5554. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA.
- SONNENFELD, Jeffrey (2002), *What makes great boards great*, Harvard Business Review, Septiembre.
- SPENCER STUART (2014), *Switzerland Board Index 2014*, informe elaborado por la consultora.

- STRANDBERG, Lena (2010), *La responsabilidad social corporativa en la cadena de valor*, IESE Business School, Cátedra La Caixa de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, Cuaderno N°6.
- STREB, María Luisa (2013), *Buenas prácticas de gobierno societario para las Pymes cotizantes en Argentina*, Serie Documentos de Trabajo, Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina.
- STURZENEGGER, Adolfo y FLORES VIDAL, Mariano (2003), *Hacia una cultura de la responsabilidad social empresaria en Argentina*, Foro Ecuménico Social.
- SUAREZ SUAREZ, Andrés (1980), *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Editorial Pirámide, Madrid.
- TAPPATÁ, Mariano y otros (2000), *El uso de instrumentos derivados en empresas no financieras: el caso de Argentina*, Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella.
- TARACENA, R. (2004), *El techo de cristal*, Mujer Ejecutiva, México DF.
- VALLES, Miguel (1999), *Técnicas cualitativas de investigación social*, Editorial Síntesis, Madrid.
- VELASCO SAN PEDRO, Luis (2005), *El Gobierno Corporativo en Estados Unidos y en Europa*, Exposición en UADE.
- WIGODSKI, Teodoro y ZUÑIGA, Franco (2002), *Gobierno corporativo en Chile después de la Ley de Opas*, documento de trabajo, Universidad de Chile.
- YERMACK, David (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics N°40.